Warenterminbörsen in den Vereinigten Staaten von Nordamerika

INAUGURAL-DISSERTATION

ZUR ERLANGUNG DER DOKTORWÜRDE
DER WIRTSCHAFTS-
UND SOZIALWISSENSCHAFTLICHEN FAKULTÄT
DER JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT
ZU FRANKFURT AM MAIN

vorgelegt von

Diplom-Kaufmann

Mariann E. Silber

aus Reutlingen.

1935

Druck von F. W. Kalbfleisch in Gelnhausen.

Referent: Professor Dr. Dr. h. c. J. Hellauer.

Korreferent: Professor Dr. F. Schmidt.

Tag der mündlichen Prüfung: 29. Juni 1934.

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Meinen Eltern.

Inhaltsverzeichnis.

Seite

Einleitung. Historische Entwicklung des amerikanischen Warenterminbörsenwesens und Aufzählung der einzelnen Börsen 9

I. Allgemeiner Teil: Die allgemeinen Grundzüge der amerikanischen Warenterminbörsen 13

A. Einrichtungen und Organisation der Warenterminbörsen; Technik und Abwicklung der Geschäfte 13

1. Die äußeren Einrichtungen der Warenterminbörsen . 13

a. Die Börsenräume 13

b. Marktberichte, statistisches Material und sonstige rung und Gradierung) 14

c. Büros für Wareninspektion (Sortierung, Klassifizie- Einrichtungen zur Verbreitung von Nachrichten . 16

2. Die an der Börse als Käufer und Verkäufer auftretenden Personen 17

a. nach ihren rechtlichen Beziehungen zur Börse (Mitglieder und Nichtmitglieder) 17

b. nach der rechtlichen Stellung zum einzelnen Geschäft (Eigenhändler und Vermittler) 17

c. nach der den Geschäften zugrundeliegenden Absicht 18

aa. Einteilung aufgrund der Technik: Scalpers, Spekulanten i. e. S. und Spreaders od. Straddler 18

bb. Unterscheidung nach der Einstellung zur Spekulation und zur Marktlage. Liebhaber- und Berufsspekulanten. Bulls und Baers . . . 20

3. Die Organisation der Warenterminbörsen . . . 21

Allgemeine Vorbemerkungen über Rechtsgrundlagen, Gründung und Organisation der amerikanischen Warenterminbörsen 21

a. Die Organisation i. e. S. 24

aa. Die Mitglieder der Börse 24

aaa. Erwerb und Verlust der Mitgliedschaft 24

bbb. Rechte und Pflichten der Mitglieder . 27

bb. Die Organe der Börse 28

aaa. Die Mitgliederversammlung . . . 28

Seite

bbb. Der Direktorenrat 29
ccc. Präsident und Vizepräsident . . . 30
ddd. Sekretär 30
eee. Schatzmeister 31
fff. Ausschüsse 32
4. Technik und Abwicklung der Geschäfte 33
a. Das Vertragswesen 33
aa. Die Rechtsgrundlagen der Börsenterminkontrakt 33
bb. Inhalt des Terminkontraktes 38
aaa. Die Terminware (Verhältnis der Terminware zur Ware am effektiven Markt) . 40
bbb. Sonstige Bedingungen des Terminkontraktes (Menge, Lieferort, Lieferzeit, Zahlungsbedingungen) 42
ccc. Die Bedeutung der Klassifikation, des Lagerhaus- und Lagerscheinwesens . . 43
cc. Wesen und Bedeutung des Einschußsystems (Margin System) 48
aaa. Rechtsgrundlagen 48
Einschüsse 49
bbb. Umfang und tatsächliche Anwendung der
ccc. Gefahren des Einschußwesens . . . 54
dd. Die Preisfeststellung am Terminmarkt
Das System der Differenzberechnung
(Differenzen, Premium, Discount) . . . 54
aaa. Fixe Preisdifferenzen 55
bbb. Veränderliche Preisdifferenzen . . 57
ccc. Kommerzielle Preisdifferenzen . . 58
ddd. Kombinierte Preisdifferenzen . . 59
b. Abschluß und Abwicklung des Warentermingeschäfts 61
aa. Eingehung des Terminkontraktes . . . 61
bb. Durchführung eines Warentermingeschäftes . 62
cc. Abwicklung der Terminverpflichtung . . 67
aaa. „Offsetting“ 67
bbb. Effektive Lieferung 69
c. Die Abrechnungsstellen und der Abrechnungsverkehr 71
aa. Methoden des Abrechnungswesens . . . 71
schiedenen Warenterminbörsen 76
bb. Einführung der Clearingsysteme an den ver-
cc. Rechtsgrundlagen der Abrechnungssysteme . 76
dd. Organisation der Abrechnungsstellen (Clearinghouses) 77
aaa. Mitglieder: (Erwerb und Verlust der Mitgliedschaft) 77
bbb. Organe der Clearing Association . . 79
ee. Technik des Abrechnungsverkehrs . . . 80

Seite

B. Die Bedeutung des amerikanischen Warenterminbörsenwesen. 84
1. Schaffung zentraler Märkte zur Sicherung einer möglichst „richtigen" Preisbildung 84
2. Einschaltung einer organisierten Spekulation in die Warenmärkte 85
3. Die Sicherungsarbitrage (Hedging) 88
a. Vorbemerkungen: Das Verhältnis zwischen Kassa- und Terminpreisen 88
b. Die Technik der Sicherungsarbitrage . . . 91
c. Der Umfang der Sicherungsarbitrage . . . 93
d. Die Bedeutung der Sicherungsarbitrage für die amerikanische Wirtschaft 99

C. Die Gefahren des amerikanischen Warenterminbörsenwesens und ihre Bekämpfung 100
1. Die Spekulation außerhalb der Warenterminbörsen . . 101
2. Die Spekulation an den Warenterminbörsen . . . 102

II. Spezieller Teil: Die wichtigsten Warenterminbörsen in U.S.A. 112
1. Der Terminmarkt für Getreide am Chicago Board of Trade 114
2. Die Baumwollterminbörsen in U.S.A. 124
a. Die New Yorker Baumwollbörse 124
b. Die Organisation der New Orleans Baumwollbörse 131
c. Der Baumwollterminhandel am Chicago Board of Trad 132
3. Die New Yorker Kaffee- und Zuckerbörse . . . 133
4. Die Kakao-Terminbörse in New York . . . 141
5. Die Commodity Exchange, Inc., in New York . . 143
a. Der Kautschukterminmarkt 143
b. Der Rohseideterminmarkt 150
c. Der Häuteterminmarkt 154
d. Der Metallterminmarkt 159
6. Der Terminhandel in Baumwollsaatöl 169
7. Der Terminhandel für Kammzug 172
8. Der Schmalzterminmarkt an der Chicago Board of Trade 176
9. Der Butterterminmarkt an der Chicago Mercantile Exchang 176
10. Der Eierterminmarkt an der Chicago Mercantile Exchange 176

Schluss: Zusammenfassender Ueberblick über das Warenterminbörsenwesen der U.S.A. unter Berücksichtigung der gegenwärtigen Wirtschaftslage 177

Anhang: The Grain Futures Act 183
The First 12 Sections of the U. S. Cotton Standards Act
Formulare für Termingeschäfte 195
Literaturverzeichnis 212

Vorwort.

Diese Arbeit entstand auf Anregung von Herrn Professor Dr. Dr. h. c. Hellauer, Frankfurt am Main.

Literatur über das amerikanische Warenterminbörsenwesen ist in deutscher Sprache nur sehr spärlich vorhanden. Aus dem Fehlen deutscher Veröffentlichungen erklärt sich die nahezu ausschließliche Benutzung amerikanischer und englischer Literatur zur Behandlung der Einzelheiten der amerikanischen Warenterminbörsen. Die Einrichtungen und das Funktionieren der Warenterminbörsen konnten bei einer mehrmonatigen Studienreise in den U.S.A. aus nächster Nähe beobachtet werden. Da andererseits die allgemeinen Grundzüge des Warenterminbörsenwesens in der deutschen Wirtschaftsliteratur dargestellt worden sind, konnte in dem allgemeinen Teil der Arbeit auf diese Bezug genommen werden.

An dieser Stelle möchte ich vor allem Herrn Professor Dr. Dr. h. c. Hellauer für seine Anregung und ferner allen meinen amerikanischen Bekannten für ihre Unterstützung bei der Materialbeschaffung danken.

Ich bin insbesondere Mr. Julius B. Baer, New York, Mr. Clutton, Chicago, Messrs. Pierce u. Co., New York, Mr. Armand Schmoll, Jr., New York und Mr. Schnitzer, Washington, zu großem Dank verpflichtet dafür, daß sie mir jederzeit mündliche und schriftliche Auskünfte erteilt und Material zur Verfügung gestellt haben.

Frankfurt a. M., den 19. Dezember 1933.

Mariann E. Silber.

Warenterminbörsen in den Vereinigten Staaten von Nordamerika.

Einleitung:

Historische Entwicklung des amerikanischen Warenterminbörsenwesens und Aufzählung der einzelnen Börsen.

Der Beginn des Warentermindhandels in den Vereinigten Staaten von Nordamerika läßt sich nicht genau feststellen[1]). Die Entwicklung des amerikanischen Warenterminbörsenwesens bis zu dem heutigen Grade der Vollkommenheit erfolgte in langsamen, kaum merklichen Abstufungen. Man kann drei Zeitabschnitte unterscheiden, die jedoch nicht scharf voneinander abgegrenzt werden können.

Der erste Zeitabschnitt, in dem die Anfänge des Warenterminhandels nachzuweisen sind, erstreckt sich etwa bis zum amerikanischen Bürgerkrieg, d. h. also bis in die 60er Jahre des 19. Jahrhunderts. Es bestanden wohl zu jener Zeit bereits Warenbörsen oder börsenähnliche Vereinigungen, die unverbindliche und freiwillige Vereinigungen von Kaufleuten an einer bestimmten Stelle (häufig auf der Straße) und zu einer bestimmten Zeit darstellten. Organisierte Warenbörsen und einen Terminhandel im heutigen Sinne gab es jedoch noch nicht. Bestimmte Händler benutzten die damals aufkommenden effektiven Lieferungsgeschäfte auf Termin in Getreide für spekulative Transaktionen.

Um die Mitte des vorigen Jahrhunderts begann der Getreidehandel in U.S.A., der vorher noch rein lokalen Charakter trug, infolge der Transporterleichterungen durch Ausdehnung der Verkehrsmittel (Schiffahrt, Eisenbahn, Telegraph, Telefon), immer größere Ausmaße anzunehmen. Chicago, das durch seine zentrale Lage im Mittelwesten besonders begünstigt ist, hatte schon 1855 die Größe und Beschaffenheit eines modernen Marktes[2]). Die übliche Form des Getreidehandels war das Geschäft auf spätere Lieferung (to arrive). Dieses Zeitgeschäft ließ sich insofern für spekulative Zwecke benutzen, als es die Möglichkeit des Blankoverkaufes (short-selling) bot. Unter einem Blanko- oder Leerverkauf versteht man einen Verkaufsabschluß, den der Verkäufer zu einer Zeit eingeht, in welcher er noch nicht im Besitze der Waren

[1]) Schuhmacher, H.: Die Getreidebörsen in U.S.A. Jahrbuch für Nationalökonomie und Statistik. 3. Folge 11. Bd. 1886, S. 161.

[2]) Hoffmann, G.W.: „Future Trading upon Organised Commodity Markets". Philadelphia 1932. — S. 16.

ist, sodaß er Gelegenheit hat, bis zum Liefertermin den günstigsten Zeitpunkt zur Anschaffung der Ware zu wählen. Diese Lieferkontrakte für Getreide waren in den 50er Jahren allgemein üblich und sind als die Vorläufer der Terminkontrakte anzusehen. Sie waren außer in Chicago auch in New York, Milwaukee und St. Louis in Gebrauch., aber in Chicago entwickelten sie sich zuerst zu der standardisierten Form des Terminkontraktes. Deshalb verdient dieser Markt besondere Beobachtung.

Die zu dieser Zeit auftretenden erheblichen Preisschwankungen auf dem Getreidemarkt (1855, Krimkrieg: steigende Preise; 1857, Krise und Panik: Preissturz, französisch-italienischer Krieg: steigende Preise; 1860—1861, amerikanischer Bürgerkrieg: weichende Preise) begünstigten die Ausdehnung der Spekulation. Als Nachteil für die spekulative Ausnutzung des Zeitlieferungsgeschäftes im Getreidehandel erwies sich das Fehlen eines breiten Marktes. In Chicago und anderen Getreidehandelszentren war der Handel sehr lebhaft, aber die einzelnen Kontrakte wiesen eine unübersehbare Vielgestaltigkeit, hinsichtlich Menge, Qualität und Lieferzeit auf; es fehlte ihnen noch die für das Funktionieren eines Terminmarktes erforderliche Fungibilität.

Im zweiten Zeitabschnitt, der etwa mit dem Ausgang des amerikanischen Bürgerkriegs beginnt, wird die Entwicklung erheblich gefördert.

In dieser Zeit geht die Entwicklung vom individuellen Lieferungskontrakt zum hochstandardisierten Terminkontrakt vor sich. Aus dem Effektivhandel an den Warenbörsen bildet sich allmählich der Terminhandel in seiner heutigen Form heraus; es werden die ersten ausgesprochenen Warenterminbörsen gegründet. An der Börse von Chicago (Chicago Board of Trade), die bereits im Jahre 1848 gegründet und am 18. Februar 1859[3]) durch ein Spezialgesetz des Staates Illinois inkorporiert worden war, und an der die Spekulation im Zeitlieferungsgeschäft namentlich während des Bürgerkrieges eine unerhörte Zunahme erfahren hatte, begann die Organisation der Warentermingeschäfte in Getreide und Fleischprodukten mit dem Erlaß genauer Vorschriften hierüber am 13. Oktober 1865. (Annual Report 1865).

Diese Vorschriften enthielten die Regelung sämtlicher Rechte der beteiligten Parteien (Käufer und Verkäufer), sowie Maßnahmen zur Sicherung der Durchführung der Kontrakte. Bereits im Jahre 1848 waren zur Herbeiführung einer gewissen Einheitlichkeit der Börsenware Bestimmungen über die Inspektion von Fleisch, Fisch und Mehl in Chicago ergangen; 1856 wurden die für Getreide erlassen, die im Jahre 1858 weiter verbessert wurden. Nachstehend eine Tabelle, auf der die für die damaligen Verhältnisse große Zahl der Getreideinspektionen in Chicago ersichtlich ist.

---

[3]) Boyle, J. E. Speculation and the Chicago Board of Trade New York 1929 — S. 14.

Inspections of Grain into Chicago Elevators, June 15 — Dec. 31, 1858.

Grain	Club	Grade No. 1	No. 2	Rejected	Total
Wheat: Spring	2	189	2120	648	2959
White winter		112			112
Red winter		634	360	59	1053
Corn		1148	801	551	2500
Oats		404	13	116	533
Rye		17	7	1	25
Barley		21	69	14	104
Total	2	2525	3370	1389	7286 [4])

Nachdem sich herausgestellt hatte, daß Frühjahrsweizen, insbesondere No. 2, wie auch aus der Tabelle zu ersehen ist, die am meisten gehandelte Getreideart bei den Zeitlieferungsgeschäften war, wurde sie zur Standardqualität sämtlicher Weizenterminkontrakte bestimmt und bis Ende der 80er Jahre als Basisgrad für Terminkontrakte beibehalten; dann wurde es, zur Verhinderung von Corners und zur Verbreiterung des Marktes notwendig, mehrere Grade bestimmter Weizenqualitäten zum Terminhandel zuzulassen.

Nach dem Bürgerkrieg erfolgte auch die Organisation des Terminhandels in New York. An der gegenwärtigen New Yorker Produktenbörse (New York Produce Exchange) begann der Terminhandel im Jahre 1870[5]). Der erste Public Call[6]) an der Produktenbörse in New York fand für Schweinefleisch und Speck am 31. Januar 1876, für Getreide am 17. Mai 1877 statt, aber Terminverkäufe wurden auch schon früher getätigt. Zu den ersten wichtigen Terminabschlüssen in Baumwolle kam es in New York kurz nach dem Bürgerkrieg. Sie waren die Folge der großen Unsicherheit im Baumwollhandel zu dieser Zeit. Die New Yorker Baumwollbörse (New York Cotton Exchange) entstand 1870.

Die Handelsbörse von St. Louis (Merchants' Exchange of St. Louis) wurde 1836 unter dem Titel „St. Louis Chamber of Commerce" organisiert. Der Terminhandel begann dort 1872. 1858 wurde in Milwaukee die Chamber of Commerce gegründet, an der von 1864 ab der Terminhandel einsetzte. Zu denjenigen Warenterminbörsen, die wesentlich zur Weiterbildung des Terminbörsenwesens beigetragen haben, gehört auch die New Yorker Kaffeebörse (New York Coffee Exchange), die im Jahre 1881 gegründet wurde. Im gleichen und den folgenden Jahren wurde noch eine Reihe anderer Terminwarenbörsen gegründet, die noch zu den „alten" Börsen zu rechnen sind. Hierher

---

[4]) Hoffman a. a. O. S. 25; S. 26.
[5]) Hoffman a. a. O. S. 32.
[6]) Public Call ist die öffentliche Aufforderung durch einen Börsenbeamten an die Börsenhändler zur Abgabe von Geboten für bestimmte Monate.

gehört der „Duluth Board of Trade" (gegründet 1881 — Terminhandel ab 1885), die „Minneapolis Chamber of Commerce" (gegründet 1881 — Terminhandel ab 1899), und die „Omaha Grain Exchange" (gegründet 1903, 1904 und 1916/1917 erfolgloser Versuch, den Terminhandel einzuführen; dieser kam erst 1930 zustande).

Der Zuckerterminhandel wurde 1914 an der New Yorker „Coffee and Sugar Exchange" eingeführt.

Die Warenterminbörsen von Chicago und New York nehmen unter den hier aufgeführten Börsen auch heute noch die führende Stellung ein. Dies ist bei Chicago auf seine überaus günstige Verkehrslage im Hauptgetreidegebiet und bei New York auf seine Bedeutung als Finanzzentrum und Welthandelsplatz zurückzuführen.

Etwa mit Beendigung des Weltkrieges beginnt die dritte Epoche des Warenterminbörsenwesens in den Vereinigten Staaten.

Die „Los Angeles Grain Exchange" unterhält seit 1917 einen Terminmarkt für Getreide; die „Seattle Grain Exchange" seit 1926; an der „Portland Grain Exchange" begann Terminhandel 1929. In New York wurden die National Metall Exchange am 3. Dezember 1928, die Kautschukbörse am 15. Februar 1926 (Rubber Exchange of New York), am 1. Oktober 1925 die Kakaobörse (New York Cocoa Exchange) und im Januar 1924 die Rohseidenbörse (National Raw Silk Exchange) eröffnet. Am 18. Dezember 1928 folgte die New Yorker Häutebörse (New York Hide Exchange); am 16. Oktober 1929 die New Yorker „Burlap and Jute Exchange", die jedoch nur 6 Monate existierte. Die „Chicago Mercantile Exchange" nahm am 1. Dezember 1919 den Terminhandel in Butter und Eiern auf. Baumwollsaatöl (Cotton Seed Oil) wird an der New Yorker Produktenbörse und an der Baumwollbörse von New Orleans auf Termin gehandelt[7]). Am 5. Mai 1933 wurden die Kautschuk-, Häute-, Seide- und Metallbörsen unter dem Namen „The Commodity Exchange of New York" zusammengeschlossen.

An diesen neuen Börsen wurden die Erfahrungen der älteren Warenbörsen, an denen sich der Terminhandel herausgebildet hatte, verwertet und Organisationen genau nach den bewährten Vorbildern geschaffen. Die Entwicklung des Warenterminbörsenwesens in U.S.A. kann aber keinesfalls als abgeschlossen gelten. Im Ganzen existierten 1931 26 Warenterminbörsen in U.S.A., an denen Termingeschäfte getätigt werden. Die Zahl der Warenbörsen, an denen Getreide und andere Waren effektiv gehandelt werden[8]), ist dagegen viel größer.

---

[7]) Boyle, J. E., The Annals of the American Academy of Political and Social Science, May 1931, 1. Part Organized Commodity Markets, Cottonseed Oil Exchanges, S. 161 ff.

[8]) Hoffman a. a. O. S. 120.

I. Allgemeiner Teil.

Die allgemeinen Grundzüge der amerikanischen Warenterminbörsen.

A. Einrichtungen und Organisation der Warenterminbörsen, Technik und Abwicklung der Termingeschäfte.

In der Einleitung wurde festgestellt, daß das Termingeschäft an den großen Warenbörsen von Chicago und New York ausgebildet und im weiteren Verlauf der Entwicklung diese Handelsmethoden von den modernen Warenterminbörsen übernommen wurden. Hieraus ergibt sich die Gleichartigkeit und Einheitlichkeit sowohl der Organisation sämtlicher Warenterminbörsen, als auch der Technik und der Abwicklung der Geschäfte.

1. Die äußeren Einrichtungen der Warenterminbörsen.

a. Die Börsenräume.

Jede Warenterminbörse hat große Geschäftsräume, in denen sich die Händler, Käufer und Verkäufer, zu den Geschäftsstunden regelmäßig treffen. Die Börsenorganisationen besitzen meistens eigene Gebäude. Zum Teil sind es Riesenbauten, die dem Geschäftszentrum einer Stadt einen besonderen Charakter geben. Der „Pit" oder „Trading Ring" (an Börsen, an denen mehrere Terminwaren gehandelt werden, die entsprechende Anzahl von „Pits") ist das typische Kennzeichen des amerikanischen Börsenraumes. Der „Pit" ist ein Ring, der durch 3—4 auf- und wieder absteigende Stufen gebildet wird. Je nach Wichtigkeit und Größe der Umsätze der gehandelten Waren sind die einzelnen „Pits" verschieden groß. Die stufenförmige Anordnung der „Pits" hat den Zweck, Käufer und Verkäufer gut sichtbar werden zu lassen, und ermöglicht dadurch nicht nur eine größere Uebersichtlichkeit für die Kontrahenten, die sich von den Stufen aus über den Ring durch Zeichen über Art und Zahl der Kontrakte verständigen, sondern auch für die Beamten, die jedes abgeschlossene Geschäft zur Notierung weitergeben müssen. Gerade an den größeren Warenterminbörsen, insbesondere am Chicago Board of Trade verständigen sich die Händler bei lebhaftem Geschäftsverkehr über die abzuschließenden Geschäfte durch Zeichen mit den Händen. Die Zahl der gehandelten Kontrakte wird mit aufrechter Hand, der Preis mit wagrechter Handhaltung angegeben. In Chicago bedeuten beispielsweise 2 ausgestreckte Finger der senkrecht erhobenen Hand 2 Kontrakte, 3 Finger 3 Kontrakte. Die erhobene Handfläche nach außen bedeutet einen Verkauf, nach innen ein Kauf-

angebot. Entweder unmittelbar am Ring (wie in Chicago) oder aber an einer Seite etwas entfernt und erhöht, befindet sich ein Pult, an dem ein Beamter die ihm aufgegebenen abgeschlossenen Geschäfte aufzeichnet und gleichzeitig durch Telefon an einen Schreiber auf der Galerie zur Notierung an der schwarzen Tafel und an den Fernschreiber (Ticker) weitergibt. Diese Tafel ist je nach Anzahl der Waren verschieden groß und zur Notierung der einzelnen Monate immer in 12 Felder eingeteilt. Die Tafel ist von allen Seiten des Börsenraumes aus gut sichtbar, sodaß sich die Börsenbesucher jederzeit über den Verlauf der Geschäfte leicht orientieren können.

Im Börsenraum sind Pulte mit Telefonanschluß, die an die Mitglieder vermietet werden. Dies bietet die Möglichkeit schnellster Nachrichtenvermittlung. Es befinden sich rings um den Börsensaal Telefonzellen mit direkter Verbindung zu den Büros der Händlerfirmen. Im Börsenraum oder unmittelbar anschließend befindet sich auch eine Telegrafenstelle. Ferner sind eine Reihe von Instrumenten zur Anzeige der Wetterverhältnisse, sowie Wetter- und Landkarten usw. vorhanden. An den Börsen, an denen effektive Ware gehandelt wird, nehmen die Tische, auf denen die Muster ausgebreitet sind, einen Teil des Raumes ein.

b. Marktberichte, Statistisches Material und sonstige Einrichtungen zur Verbreitung von Nachrichten.
(Berichte, Telefon, Telegraph, Ticker).

Auch hinsichtlich der Veröffentlichungen zeigt sich bei den verschiedenen Warenterminbörsen eine weitgehende Einheitlichkeit. Die Börsenleitung gibt täglich einen Bericht heraus, der sämtliche Geschäftsabschlüsse mit den Angeboten über Menge, Lieferungstermin und Preis enthält. Diese Berichte geben den Käufern und Verkäufern die Möglichkeit, die täglichen Geschäfte an der Börse nachzuprüfen[1]). Nicht nur der Käufer und der Verkäufer haben dadurch Gelegenheit, ihre an der Börse getätigten Geschäfte zu kontrollieren, sondern es ist weiten Kreisen dadurch die Möglichkeit gegeben, sich über die Gesamtmarktlage und die Aussichten der zukünftigen Entwicklung zu orientieren. Außerdem wird jeder einzelne Geschäftsabschluß durch Fernschreiber („Ticker") [2]) einer großen Anzahl von Börsenmitgliedern unmittelbar

[1]) Anhang: Tagesbericht der Häutetermin-Börse in New York.
[2]) Anhang: Tickerstreifen.

Beispiele von Börsenberichten. (Hoffman, G. W.: Future Trading upon Organized Commodity Markets in the U. S.A. — Philadelphia 1932, S. 129.

Cotton: Texas weather at 40 stations maximum yesterday 100° to 118°. Heat waves in the southwest with continued lack of rain brought buying in volume into the cotton market and prices moved upward easily on yesterday. It is probable that bears will prove timid again today and that the upturn may extend further.

übermittelt, sodaß diese, ohne persönlich anwesend zu sein, über die Börsentendenz fortlaufend unterrichtet sind und ihre Entschließungen sofort entsprechend treffen können. Sehr viele Börsenmitglieder besitzen direkte Drahtverbindung mit den verschiedenen Börsen. Hierdurch ist noch eine besondere Möglichkeit geschaffen, fortlaufend Nachricht zu erhalten. Die Börsen haben Abkommen mit den größten Telegraphengesellschaften getroffen, die an im ganzen Land verstreute Abonnenten die Berichte weitergeben. Außerdem geschieht die Uebertragung der täglichen Börsennotizen regelmäßig im Auftrag der Börse durch die verschiedenen Radiogesellschaften.

Neben den täglichen Berichten, die auch von der Tagespresse veröffentlicht werden, erscheinen wöchentliche, vierzehntägige, monatliche und viertel- und halbjährliche Berichte, die in zusammenhängender Darstellung einen Ueberblick über den Geschäftsverlauf innerhalb der genannten Zeiträume geben. Diese Berichte enthalten auch Angaben über die sichtbaren Vorräte der Börsenware, die Marktverhältnisse vom Rohstoff bis zum Fertigfabrikat, sowie Angaben über Witterungs- und Ernteaussichten, Transportverhältnisse usw.

Die Börsen sammeln alle Unterlagen und Ziffern, die im Zusammenhang mit der Börsenware stehen, um sie für die Berichte zu verwerten und jederzeit Auskünfte sowohl an ihre Mitglieder, als an die zuständigen Regierungsstellen (Department of Commerce, Department of Agriculture, Federal Farm Board) weitergeben zu können. Die Regierungsstellen unterrichten wieder die Warenterminbörsen von ihren Ermittlungen über die Vorgänge in den einzelnen Produktionsgebieten. Dieses Zusammenströmen von Nachrichten über alle Produktionsstufen

---

Wheat: The wheat market is confusing. There is apparently a battle between two sets of professionals. The market has shown distinct weakness, only to receive important support on the dips. Each time the crowd have gotten short, someone has taken them off and run them in.
Some of the local pit shorts are covering wheat sold earlier. There has been good absorption of all pit offerings today. Cash markets show firm tone everywhere with premium strong.
Mr. ... wires from Willmar, Minn., two out of 25 fields examined this vicinity show trace of black rust.

Corn: Showed a weak undertone much of the day, and eased under scattered pressure. Weather conditions over the belt were seasonal and apparently the crop generally is in fairly satisfactory shape.

Sugar: We lock upon the switch of selling December and buying January very favourable, believing January will go to a bigger premium over December.

Cottonseed Oil: Afternoon session was quiet, early upturns being maintained. Offerings continued light and few scattered sales were absorbed mainly by refiners and brokers around the 11.50 level for September.

an den Börsen, die allen Interessenten zugänglich sind, schafft die typische Marktatmosphäre, die notwendig ist zur Bildung eines möglichst genau den Angebot- und Nachfrageverhältnissen entsprechenden Preises[3]). Alle Börsen stehen auch noch untereinander in telephonischer oder telegraphischer Verbindung und bilden so einen breiten Markt, auf dem die voraussichtliche Einwirkung politischer und wirtschaftlicher Ereignisse auf die Preise abgewogen werden[4]).

c. Büros für Wareninspektion.
(Sortierung, Klassifizierung, Gradierung).

An allen Börsen findet man als wichtige Einrichtung ein Inspektionsbüro, das die Aufgabe hat, die Börsenware zu klassifizieren. Wie in der Einleitung gezeigt wurde, ist das Termingeschäft eine Fortentwicklung des Zeitlieferungsgeschäftes. Wenn es auch nicht üblich ist, wie später[5]) ausgeführt wird, daß Warenterminkontrakte durch Lieferung der ge- oder verkauften Waren erfüllt werden, so besteht doch praktisch die Möglichkeit zur Erfüllung des Terminkontraktes. Sowohl zur Nachprüfung der Terminware, als auch zur Aufstellung von bestimmten Warenklassen, die als Basis der Terminkontrakte zu gelten haben, bedarf es der Feststellung von Standards. Dies ist die Aufgabe der Inspektionsbüros.

Bei bestimmten Waren, wie bei der Baumwolle und dem Getreide, ist die Feststellung der verschiedenen Grade durch Gesetz (Cotton Futures Act, 11. August 1916) [6]) festgesetzt. Dann beschränkt sich die Tätigkeit des Inspektionsbüros auf die Nachprüfung der Ware, ob diese den Standards entspricht, und auf die Ausfertigung von Zertifikaten hierüber.

Im weitesten Sinn umfaßt die Klassifikation einer Ware die Aufstellung von Standards hinsichtlich Qualität, Gewicht, Größe, Aussehen und Verpackung[7]). Je ausgedehnter der Markt einer Ware ist, umso notwendiger ist die Aufstellung von Standards dieser Ware. Preisfeststellung und Preisvergleich sind so gut wie wertlos, wenn die Preisfeststellung sich nicht auf bekannte Qualitäten und Mengen bezieht. So bedeutet Standardisierung der Ware Erweiterung und Verbesserung des Marktes. Dies gilt sowohl für die auf dem Effektivmarkt gehandelte Ware, als auch für den Terminmarkt.

---

[3]) Hellauer, Josef: System der Welthandelslehre, Berlin 1910. I. Band, I. Teil. — S. 235.

[4]) Hübner, S. S.: Annals of the American Academy of Political and Social Science. Insurance Service of Commodity Exchanges. — Philadelphia 1931. — S. 4.

[5]) s. u. S. 67 und S. 69 f.

[6]) Anhang S. 183 ff. und S. 189 ff.

[7]) Cox, A. B. Services in Cotton Marketing, U. S. Dep. of Agr. No. 1445 S. 7.

2. Die an der Börse als Käufer und Verkäufer auftretenden Personen.

a. Nach ihren rechtlichen Beziehungen zur Börse: Mitglieder und Nichtmitglieder.

Es ist nun von Interesse, den Personenkreis, der die Börse für seine Geschäfte benutzt, zu analysieren, weil gerade die Verschiedenheit der hier zu Tage tretenden Interessen ein lebendiges Bild von den Funktionen der Warenterminbörsen gibt. Die nachfolgenden Feststellungen treffen für alle amerikanischen Warenterminbörsen zu.

Die nächstliegende Einteilung der Börsenbesucher ist die in Mitglieder und Nichtmitglieder. Wenn auch die Nichtmitglieder im allgemeinen vom regelmäßigen Börsenbesuch ausgeschlossen sind[8]), so ist es doch gerade diese Gruppe von Personen, die einen großen Anteil an den Börsengeschäften hat. Sie bedient sich hierzu der allein zum Börsenbesuch und zum Abschluß von Geschäften unmittelbar an der Börse zugelassenen Börsenmitglieder. Die Börsenmitglieder kann man in aktive und passive Mitglieder einteilen. Etwa zwei Drittel sind nur nominelle Mitglieder, die die Börse selbst selten oder überhaupt nicht besuchen, während das letzte Drittel regelmäßig Käufe und Verkäufe an der Börse vornimmt[9]).

b. Unterscheidung nach der rechtlichen Stellung zum einzelnen Geschäft: Eigenhändler und Vermittler.

Hinsichtlich der rechtlichen Stellung zum einzelnen Termingeschäft kann man die Börsenmitglieder in Eigenhändler und Vermittler einteilen. Eigenhändler sind die selbständigen Handels- und Industriefirmen, die im eigenen Namen und für eigene Rechnung Termingeschäfte an der Börse abschließen. Bei den Vermittlern unterscheidet man zwischen Commissionären und Maklern. Die Börsenmitglieder, die für Nichtmitglieder Geschäfte tätigen, handeln als Commissionäre; sie schließen an der Börse in eigenem Namen, aber für Rechnung ihrer Auftraggeber ab. Das Selbsteintrittsrecht zum Zwecke besonderer Gewinnmitnahme ist durch die Börsensatzungen streng verboten. Diese Vorschrift scheint aber auch heute noch infolge der Schwierigkeiten einer genauen Kontrolle häufig umgangen zu werden. Makler sind die sogenannten „Floorbrokers". Dies sind Börsenmitglieder, die für andere Börsenmitglieder, die nicht selbst an der Börse sein wollen (wegen der Diskretion) oder können (auswärtige Mitglieder), Geschäfte abschließen. Die Geschäfte werden in diesem Falle unter Vorbehalt der Aufgabe getätigt, d. h. nach Beendigung der Börse stellen die

---

[8]) Nichtmitglieder können den Börsenraum als Besucher betreten, es ist ihnen jedoch nicht gestattet, am Handel persönlich teilzunehmen.

[9]) Schuhmacher, H.: Die Getreidebörsen in U.S.A. Jahrb. für Nationalökonomie u. Stat. III. F. Bd. IX. Jena 1896. S. 49.

„Floorbrokers" die Schluß-Noten auf den Namen ihrer Auftraggeber aus und scheiden somit völlig aus der weiteren Geschäftsabwicklung aus.

c. Unterscheidungen nach den den Geschäften zugrunde liegenden Absichten.

(Spekulanten und Händler i. e. S. (Hedgers) [10]).

Die Börsenkäufer und Verkäufer kann man auch nach der den Geschäften zugrundeliegenden Absicht einteilen. In der Regel verfolgt der Händler zu verschiedenen Zeiten ganz verschiedene Absichten. Meist liegen seinen Entschlüssen mehrere Erwägungen zugrunde. Zwei vorherrschende Typen, die für den Terminhandel von besonderer Wichtigkeit sind, heben sich dennoch deutlich hervor. Es sind:

1. die Spekulanten im weitesten Sinne, Händler, die nur Börsengeschäfte abschließen, um aus dem Auf und Ab der Preisbewegung Gewinne zu erzielen.

2. Händler, die nur Termintransaktionen vornehmen, um sich vor Verlusten durch Preisschwankungen zu sichern. Diese Möglichkeit der Ausschaltung des Konjunkturrisikos durch Termingeschäfte, die sog. „Hedges", dienen der Preissicherung; sie sind eine Art Versicherung. Ihre Bedeutung und Handhabung wird in einem späteren Kapitel ausführlich besprochen[11]). Dieser Personenkreis will also gerade nicht spekulieren, und, umgekehrt wie die Spekulanten, gerade keinen Gewinn aus der Preisbewegung, sei es nach oben oder unten, ziehen. Er will sich mit dem einfachen Handels- und Fabrikationsgewinn, dem Entgelt für Lagerung, Verteilung bezw. Produktion oder Verarbeitung von Gütern begnügen. Es handelt sich hier um Personen, deren Interesse in erster Linie dem effektiven Handel und der Produktion von Gütern zugewandt ist, also um Handelsfirmen, sowie Produzenten und Fabrikanten.

Die Spekulantengruppe zeigt bei näherer Betrachtung ein recht buntes, vielgestaltiges Bild, da die Technik, die Absichten und die finanziellen Möglichkeiten der Einzelnen außerordentlich verschieden sind.

aa. Unterscheidung nach der Technik: „Scalpers", Spekulanten i. e. S. und „Spreaders" oder „Stradlers" [12]).

Der „Scalper" arbeitet nach dem Grundsatz „großer Umsatz, kleiner Nutzen". Er sucht bei jeder kleinsten Preisveränderung, sei es Steigen oder Fallen der Preise, einen kleinen Gewinn herauszuschlagen. Er wagt es nicht, seine Transaktionen über einen Tag hinaus auszudehnen, sondern versucht, sie jeden Abend glattzustellen. Er tätigt seine Geschäfte am Ring und wird deshalb auch meist als „Pit Scalper"

---

[10]) Hedgers: Ueber den Begriff und die Bedeutung des „Hedging" S. 88 ff.

[11]) S. unten S. 88 ff.

[12]) Hoffman, G. W.: Future Trading upon Organized Commodity Markets. — Philadelphia 1932. — S. 136 f.

oder „Floor Scalper" bezeichnet. Seine Geschäftstüchtigkeit besteht weniger in umfassenden Kenntnissen des betreffenden Handelsgebietes, als der Anpassungsfähigkeit an die von Minute zu Minute schwankende Markttendenz und der instinktiven Abschätzung der Wirkung von Nachrichten auf die Marktlage.

Es gibt auch „Scalpers", die nicht Börsenmitglieder sind und deshalb nicht selbst ihre Geschäfte an der Börse abschließen können. Sie erhalten wohl dieselben Nachrichten in kürzester Zeit und können dementsprechend ihre Entschlüsse an die Makler weitergeben. Aber schon die Höhe der Kommissionsgebühren läßt es offensichtlich erscheinen, daß diese Art der „Scalpers" sich in der Minderzahl befindet, abgesehen davon, daß es häufig auch nicht möglich ist, trotz schnellster Nachrichtenübermittlung die Transaktionen noch am selben Abend glattzustellen.

In ausgesprochenem Gegensatz zum „Scalper" steht der Spekulant im eigentlichen Sinne. Sein Interesse liegt nicht bei der Ausnützung der kleinen täglichen Preisschwankungen, sondern der großen Preisbewegungen oder „Swings"[13]) über längere Zeiträume. Man muß auch hier den Unterschied zwischen Mitgliedern und Nichtmitgliedern machen. Die ersteren werden immer den Vorteil haben, dadurch, daß sie dem betr. Handel nahestehen, besondere Informationen zu bekommen, d. h. solche für ihre Zwecke günstiger ausnützen zu können, während das Nichtmitglied sich immer auf die Fähigkeit seines Vermittlers verlassen muß.

Eine weitere Unterteilung dieser Gruppe kann man vornehmen, indem man die einzelnen Spekulanten nach der Größe ihrer Umsätze nochmals trennt. Die Zahl derjenigen Spekulanten, die Börsenengagements kleineren und mittleren Umfangs unterhalten, ist naturgemäß viel größer als die der Großspekulanten.

Hoffman[14]) gibt die Zahl der Großspekulanten am Chicago Board of Trade (Firmen, die Engagements von über 500 000 bushels Getreide unterhalten), für die Zeit von April—Dezember 1926 mit 42 an. Von diesen waren wieder 5 Firmen mit erheblich mehr als dieser Menge beteiligt. Daß diese Großspekulanten unter Umständen die Markttendenz ganz wesentlich beeinflussen können, wird später noch gezeigt[15]).

Vom Standpunkt der Zeitdauer der Abwicklung der einzelnen Geschäfte unterscheidet man zwischen „auf lange Sicht" und „auf kurze Sicht" arbeitenden Spekulanten. Die Tätigkeit der kurzfristig abschließenden Spekulanten ist ungefähr dieselbe wie die der „Scalpers".

Eine andere Gruppe von Spekulanten sind im Getreidehandel die „Spreaders" und im Baumwollhandel die „Straddlers". Die

---

[13]) Hoffman, G. W. a. a. O. S. 137.

[14]) Hoffman, G. W., Factors affecting Prices on organised Commodity Markets. The Annals of the American Academy of Political and Social Science. May 1931. S. 91 ff.

[15]) s. unten S. 105 f.

Tätigkeit dieser Art von Händlern oder Vertretern von Firmen besteht darin, daß sie auf einem Markt oder für einen Termin kaufen und gleichzeitig auf einem andern den entsprechenden Leerverkauf abschließen, um aus der Preisausgleichung einen Gewinn zu erzielen. Diese Doppelgeschäfte reichen also von einem Markt auf einen anderen oder von einem Termin zu einem später oder früher liegenden. Im Effektenhandel und auch bei einzelnen Waren bezeichnet man diese Händler auch als Arbitrageure[16]). Die normale Preisspanne zwischen früherem und späterem Termin, bezw. zwischen zwei Märkten erklärt sich aus den Lager- bezw. Transportkosten. Da jedoch dieser „natürliche" Preisunterschied, durch die verschiedensten Faktoren beeinflußt, häufig von der als normal bezeichneten Spanne abweicht, so benützt der „Spreader" bezw. „Straddler" die Gelegenheit, daraus einen Vorteil zu ziehen. Wenn seine Beurteilung der zeitlichen Verschiedenheit richtig ist, und die Preise sich in der erwarteten Zeit wieder angleichen, wird er einen Gewinn erzielen. Wenn er sich getäuscht hat, erleidet er bei der Glattstellung einen Verlust. Die Tätigkeit des „Spreaders" bezw. „Straddlers" ist für die Beziehung zwischen Termin- und Kassapreisen besonders wichtig, darüber wird im Kapitel „Spekulation" noch zu sprechen sein[17]).

Die dritte Gruppe der „Spreaders" sind diejenigen Händler, die gleichzeitig Abschlüsse in zweierlei Warenarten, z. B. Hafer und Korn, oder Korn und Weizen tätigen.

Auch bei den „Spreaders" bezw. „Straddlers" kann man kurz- und langfristige Geschäfte unterscheiden. Die Tätigkeit der „Spreaders" bezw. „Straddlers" ist wohl die unsicherste der ganzen Spekulation. Es gehören sehr genaue Kenntnisse der Marktlage, Transport- und Lagerkosten, Beschaffenheit der Ware und der vorhandenen Vorräte, der Börsengebühren und anderer Marktbedingungen dazu, um diese Geschäfte nutzbringend zu gestalten.

bb. Unterscheidung nach der Einstellung zur Spekulation und zur Marktlage:
Liebhaber (Amateure) und Berufsspekulanten (Professionals), „Bulls" (Haussiers) and „Bears" (Baissiers).

Die Berufsspekulanten (an der amerikanischen Börse einfach Professionals genannt), zu denen die „Spreaders" und „Straddlers" auch gehören, sind dauernd an der Börse tätig und deshalb aufs Genaueste über alle Vorkommnisse und Veränderungen des Marktes unterrichtet. Ihre Transaktionen ziehen sich über Zeiträume von Tagen, Wochen, ja Monaten hin. Im Gegensatz zu den Professionals, die Börsenleute sind, stehen die Amateure, meist Außenseiter, (Outsiders), die ihre Kauf- oder Verkaufsanweisungen an Makler geben. Es wurde an den amerikanischen Warenterminbörsen festgestellt, daß auf die Dauer und im Durchschnitt 90 % der Amateurspekulanten Ver-

---

[16]) Hellauer, J., System der Welthandelslehre, Berlin 1910, S. 472.
[17]) s. unten S. 86.

lustgeschäfte machen. Daraus ergibt sich, daß man ihre durchschnittliche Tätigkeit an der Börse auf nur zwei Jahre bemißt[18]).

Aus ihrer Einstellung zur Marktlage ergibt sich die Scheidung der Spekulanten in „Haussiers" (Bulls) und „Baissiers" (Bears) [19]) [20]). Der Händler, der den Marktpreis für zu hoch hält, verkauft in der Annahme, daß die Preise fallen werden und er dann die Möglichkeit hat, sich billiger einzudecken. Dieser Leerverkäufer (short seller), der also die verkaufte Ware noch garnicht besitzt (und deshalb „short" ist), erwartet, daß der Marktpreis zurückgeht. Er wird, weil er beabsichtigt, den Markt zu drücken, als „bear" (Baissier) bezeichnet.

Ungefähr die Hälfte aller Spekulanten nimmt an, daß die Preise steigen werden und kauft deshalb, um später die Ware wieder mit Gewinn absetzen zu können. Dies sind die Haussiers (bulls), von denen gesagt wird, daß sie das Steigen des Markts verursachen wollen (to bull the market). Man bezeichnet ihre Stellung als „long".

An einem beliebigen normalen Geschäftstag in Chicago Board of Trade wurde festgestellt, daß 20 % der Terminhandelsgeschäfte von Amateurspekulanten abgeschlossen wurden. Der übrige Teil (80 %) entfiel auf Berufsspekulanten[21]). An diesem Tag waren 60 % der Amateure „Bulls" — sie kauften, weil sie der Ansicht waren, daß die Preise zu niedrig seien. Häufig wird jedoch beobachtet, daß die Amateurspekulanten nicht bemerken, daß die Preise eigentlich zu hoch sind, und daß es Zeit wäre, zu verkaufen.

3. Die Organisation der Warenterminbörsen.

Allgemeine Vorbemerkungen über Rechtsgrundlagen, Gründung und Organisation der amerikanischen Warenterminbörsen.

Aus der amerikanischen Gesetzgebung über das Börsenwesen im weiteren Sinne ergibt sich das folgende eigenartige Verhältnis. Während ein Teil der Börsengeschäfte durch Spezialgesetze des Bundes für sämtliche Staaten einheitlich geregelt ist, worauf bei der Besprechung des Kontraktwesens noch zurückzukommen sein wird[22]), ist die Regelung der Börsenorganisation

[18]) Boyle, J. E., Speculation and the Chicago Board of Trade. — New York 1929. — S. 24.

[19]) Die Festgestimmten nennt der Amerikaner „bulls"; die Schwachgestimmten „bears"; er denkt dabei daran, daß der Bulle mit seinen Hörnern die Gegenstände nach oben wirft, während dagegen der Bär sie mit seinen Tatzen niederdrückt.

[20]) Student, E.: Der Warenterminhandel an den internat. Weltbörsen. Leipzig 1921. S. 19.

[21]) Boyle, J. S. a. a. O. S. 28.

[22]) s. unten S. 33 ff.

im eigentlichen Sinne Angelegenheit der einzelnen Bundesstaaten. In den einzelnen Bundesstaaten ist die juristische Grundlage der Börsenorganisation so geregelt, daß entweder ein allgemeines Korporationsgesetz besteht, dessen Normativbestimmungen die Gründer der Börse die Organisation anzupassen haben, oder aber die Börsenorganisation erhält ihren juristischen Unterbau durch ein Spezialgesetz des betreffenden Bundesstaates[23]). So wurde der Produktenbörse von Chicago (Chicago Board of Trade) durch Sondergesetz des Staates Illinois vom 15. Februar 1859 und der Baumwollbörse von New York durch Gesetz vom 19. April 1869 ihre Rechtsgrundlage gegeben[24]). Ueber die Normativbestimmungen der allgemeinen Inkorporationsgesetze ist noch folgendes zu sagen: wenn die Normativbestimmungen erfüllt werden, so muß der Staat die Börsenorganisation als solche zulassen. Durch diese Bestimmungen soll die Eintragung und Veröffentlichung des von den Gründungsmitgliedern vorgesehenen Gründungsplanes gesichert werden. Der Inhalt der Gründungsurkunde ist gewöhnlich ziemlich genau vorgeschrieben[25]). Die Urkunde muß den Namen für die geplante Organisation enthalten, ferner den Sitz der Hauptniederlassung und ihren Zweck, Angaben über das zur Verfügung stehende Kapital, ferner die Namen der Gründer und zukünftigen Leiter des Unternehmens (Direktoren) [26]). Der Antrag auf Erteilung des Korporationsrechtes an eine Börsenorganisation ist an die zuständige Staatsbehörde zu stellen. Diesem Antrag ist die unterschriebene Gründungsurkunde, die den Normativbestimmungen des allgemeinen Inkorporationsgesetzes entsprechen muß, beizufügen. Auf dieser Urkunde, in der die Zwecke und die Verfassung der geplanten Korporation anzugeben sind, beruht die Existenz der Korporation. Sie ist der Vertrag zwischen der entstehenden Korporation und dem Staat und gleichzeitig auch der Vertrag zwischen den als Mitglieder sich vereinigenden Personen. Die Erteilung der Korporationsrechte erfolgt durch staatliche Unterzeichnung, Eintragung der Gründungsurkunde in das Korporationsregister, nach Bezahlung der Gründungssteuern, Gebühren und anderen Steuern[27]).

Die Wirkung ist die gleiche, ob nun die Korporation durch Spezialgesetz des Bundesstaates oder aber aufgrund eines allgemeinen Korporationsgesetzes ins Leben tritt. Die Organisation erhält den

---

[23]) The Commercial Laws of the World, Nordamerika Abt. 2. Commercial Corporations, C. A. Huston. — S. 22.
[24]) Taeuber, R., Die Börsen der Welt. Leipzig 1911 S. 617.
[25]) New York Business Corporation Law. § 29. General Corporation Law § 10. 37.
[26]) New York General Corporation Law § 4.
[27]) New York Tax Law § 180.

Charakter einer juristischen Person, also einer von ihren Mitgliedern verschiedenen juristischen Einheit, die ihre eigenen gesetzlichen Rechte und Pflichten hat. Die Gründungsurkunde enthält in der Regel nur einen Umriß der für die Geschäftsführung der Organisation geltenden Regeln. Diese müssen dann später durch genaue Einzelbestimmungen erweitert werden. Die Befugnis, solche Satzungen („By-laws") mit Ausführungsbestimmungen („Rules and Regulations") zu erlassen, ist im allgemeinen mit der Erteilung der Korporationsrechte an die Börse gegeben[28]) [29]). Hier sind der persönlichen Initiative und der Selbstbestimmung der Beteiligten keine Schranken gesetzt.

Der Beginn der Existenz der Korporation datiert meist von dem Zeitpunkt der Einreichung der Gründungsurkunde beim Registerbeamten ab[30]).

Die Gründung geschieht nach der Inkorporierung in der Gründungsversammlung der Börse[31]).

Die Auflösung einer Korporation kann erfolgen durch freiwillige, vom Staat gebilligte Handlung und durch die mit gesetzlicher Ermächtigung vorgenommene Handlung eines Gläubigers oder Mitglieds. Allgemein hat eine Korporation mangels einer besonderen Beschränkung ihrer Lebensdauer einen Anspruch darauf, für immer zu bestehen, es sei denn, daß sie freiwillig das Recht aufgibt oder es durch Nichtgebrauch oder Mißbrauch ihrer Privilegien der Annullierung durch den Staat aussetzt[32]).

Die Finanzierung der Börsen, die als solche keinen Erwerbszweck verfolgen, geschieht durch die Mitgliederbeiträge. Solange die Börsenvereinigungen noch keine Korporationsrechte besaßen, erhielten sie sich durch jährliche Umlagen. Mit der Inkorporierung wurden als Grundlage der Finanzierung bestimmte Eintrittsgebühren („Initiation Fees") eingeführt, neben denen allerdings am Jahresschluß nach Bedarf festgesetzte jährliche Beiträge schwankender Art („Annual Dues") bestehen blieben. Die Eintrittsgelder waren anfangs sehr niedrig, so z. B. an der Chicagoer Börse $ 5.—, mit einer Jahresumlage von $ 2.—. Die Gebühren blieben niedrig bis Anfang der 80er Jahre. Dann setzte eine ungeheure Steigerung ein, die mit der für die U.S.A. so charakteristischen Errichtung der Riesenbauten zusammenhing[33]).

---

[28]) New York General Corporation Law § 34.
[29]) Commercial Laws a. a. O. S. 25.
[30]) New York General Corporation Law § 11.
[31]) Commercial Law, a. a. O. S. 24.
[32]) Commercial Law, a. a. O. S. 75.
[33]) Schuhmacher, H.: Die Getreidebörsen in U.S.A. Jahrb. für Nationalökonomie u. Stat. III F. Bd. IX., Jena 1896. S. 47.

Die Erhöhung der Börseneintrittsgelder, die zur Beschaffung der Mittel für die Neubauten diente, wurde gestaffelt vorgenommen. Der Preis eines Börsensitzes an der New Yorker Produktenbörse, die im Jahre 1880 2 468 Mitglieder besaß, wurde 1882 folgendermaßen festgelegt: Der Börsensitz sollte bei einer Mitgliederzahl bis zu 2 700 Mitgliedern $ 1.000, bei einer Zahl von 2 700 bis 3 000 Mitgliedern $ 2.000, und bei mehr als 3 000 Börsenmitgliedern $ 5.000 kosten. Dies war eine Art Spekulation, die glückte und der Börsenkasse fast $ 1,000,000.— einbrachte.

Gegenwärtig werden die jährlichen Beiträge bei der jährlichen Generalversammlung bestimmt, nachdem der Direktorenrat, gemäß den Satzungen die betreffende Summe vorgeschlagen hat. Die Bezahlung kann in vierteljährlichen Raten erfolgen.

Der Jahresbeitrag für 1932 betrug:

bei der New York Cotton Exchange	$ 300.—
bei der Rubber Exchange	$ 170.—
bei der Coffee & Sugar Exchange	$ 250.—
bei der Hide Exchange	$ 140.—

Die Einnahmen der Warenterminbörsen setzen sich also nur aus den Mitgliederbeiträgen zusammen, die gewöhnlich so bemessen werden, daß damit die Kosten der Börse gedeckt werden können; denn obwohl die Börsen für einen wirtschaftlichen Zweck gebildet werden, soll ihr Bestehen nicht auf Gewinnerzielung gerichtet sein. Dies ist nach amerikanischem Recht der wesentliche Unterschied zwischen einer Aktiengesellschaft und einer „Mitgliedschaftsgesellschaft". „A membership corporation means a corporation not organised for pecuniary profit" [34]) [35]) [36]). Die Organisationsform ist für alle Warenterminbörsen dieselbe. Wie schon in der Einleitung dargestellt, wurde die Organisation der Börsen mit geringen Abweichungen den Vorbildern in Chicago und New York nachgebildet. Es zeigt sich in ihrem inneren Aufbau und in ihrer Verwaltung eine weitestgehende Gleichförmigkeit und Einheitlichkeit. Deshalb kann auch die Organisation im eigentlichen Sinne hier im allgemeinen Teil beschrieben werden.

a. Die Organisation im eigentlichen Sinne.

aa. Die Mitglieder der Börse.

aaa. Erwerb und Verlust der Mitgliedschaft.

Die erste Voraussetzung für den Erwerb der Mitgliedschaft einer Börse ist die Unbescholtenheit des Antragstellers, d. h. ein guter Ruf

---

[34]) Annual Reports 1932.
[35]) Baer, J. B. und Woodruff, G. P. a. a. O. S. 229.
[36]) New York Law of 1926, ch. 722, chap. 35. Cons. Laws. § 2.

als Geschäftsmann. Im allgemeinen ist die Zahl der Mitglieder der einzelnen Börsen festbegrenzt [37]). Nachdem die Zahl der durch die Statuten vorgesehenen Mitglieder erreicht ist, was namentlich für die älteren Börsen zutrifft, kann der Erwerb der Mitgliedschaft nur durch Ankauf erfolgen. Der Käufer stellt bei dem Sekretariat der Börse einen entsprechenden Antrag, der vom Sekretär eine gewisse Zeit im Börsenraum ausgehängt wird. In der Zwischenzeit beschäftigt sich der sogenannte Mitgliedschaftsausschuß („Committee of Membership") mit dem Antrag und zieht die erforderlichen Erkundigungen über den Bewerber ein. Nach Ablauf der Frist erfolgt der Verkauf des Mitgliedschaftsrechtes durch den Sekretär der Börse. Im allgemeinen können als Mitglieder nur Einzelpersonen aufgenommen werden, Gesellschaften und Körperschaften erlangen die Mitgliedschaft dadurch, daß einer ihrer verantwortlichen Beamten Mitglied wird und die Privilegien der Börse genießt.

Der Wiedererwerb der Mitgliedschaft, deren Verlust durch Zahlungsunfähigkeit des Mitglieds eingetreten war, wird durch eine mit qualifizierter Mehrheit durchgeführte Abstimmung der Direktoren genehmigt. Das Mitglied wird hierdurch wieder in sämtliche Rechte eingesetzt.

Zu unterscheiden ist zwischen völligem und teilweisem Verlust der Mitgliedschaft und der Suspension, d. i. ein Ausschluß auf bestimmte Zeit, aber in der Regel nicht länger als ein Jahr. In den Ausführungsbestimmungen (Rules, Regulations) zu den Börsenstatuten (By-Laws) ist im allgemeinen bestimmt, daß bei einmaliger Uebertretung der Börsengesetze und Vorschriften und bei Verstoß gegen die den Mitgliedern auferlegten Pflichten zuerst Suspension erfolgt. Im Wiederholungsfalle schließt der Direktorenrat das Mitglied aus. Das Ausmaß der zu entziehenden Rechte wird vom Direktorenrat bestimmt. Bei Zahlungsunfähigkeit, deren Eintritt wie folgt fixiert ist:

1. freiwillige Konkursanmeldung oder Konkurseröffnung durch Gerichtsbeschluß,
2. Nichterfüllung von Börsenkontrakten,
3. Bekanntwerden der Zahlungsunfähigkeit,

erfolgt Ausschluß von den Mitgliederrechten durch den Direktorenrat.

Mit dem Tod des Mitgliedes erlöschen die Mitgliedschaftsrechte. Eine Vererbung findet nicht statt. Die Mitgliedschaft wird in diesem Falle meistbietend durch den Börsensekretär versteigert. Die Rechte gehen auf den höchsten Bieter über.

Selbstverständlich kann jedes Mitglied jederzeit sein Mitgliedschaftsrecht freiwillig veräußern.

---

[37]) z. B. bei der Commodity Exchange in New York laut Statuten 1031 Mitglieder.

Durch die leichte Uebertragbarkeit der Mitgliedschaftszertifikate (für Chicago ist der Jahresdurchschnitt der Uebertragungen 10,6 % —, in weniger als zehn Jahren erneuert sich also — rein rechnerisch — das Menschenmaterial am Chicago Board of Trade) [38]), wechselt der Personenkreis innerhalb der Mitgliedschaft dauernd. Tatsächlich bleibt natürlich ein fester Stamm von Mitgliedern bestehen. Dadurch, daß ein Mitgliedszertifikat seine rechtliche Gültigkeit verliert, wenn innerhalb einer bestimmten Frist der Jahresbeitrag nicht bezahlt wird, kann es vorkommen, daß Mitglieder ausscheiden müssen. Dieser Fall tritt umso häufiger ein, je höher der jährliche Beitrag ist. Dies führt nun andererseits dazu, daß die Zertifikate dann schwerer verkäuflich werden, weil durch das Ausscheiden von Mitgliedern die jährlichen Umlagen entsprechend erhöht werden müssen. Durch Ankauf dieser Mitgliedschaftszertifikate kann die Börse nicht nur die Mitgliederzahl reduzieren, sondern auch jeweils die Preise hierfür beeinflussen [39]) [40]) [41]).

---

[38]) Boyle, J. E.: The Chicago Board of Trade, what it is and what it does. S. 10.

[39]) The membership has a use value and a buying and selling or market value. It is bought and sold. There is a lien upon it for balances due members .... It passes by will or descent and by insolvency or bankruptcy .... It is true, there are certain restrictions in the ownership and use of a membership. These may increase or decrease in value, provably in the case of a board of trade membership greatly enhance it. They do not prevent its being property,
Baer, J. a. a. O. S. 251 f.

[40]) Preise von Börsensitzen.

	1. 1. 33	1. 3. 33	19. 6. 33
New York Cotton Exchange	$ 12,000	10,500	21,500
New York Cocoa Exchange Exchange	$ 4,000	3,800	6,500
New York Coca Exchange	$ 1,800	1,700	2,500
New York Produce Exchange	$ 700	800	1,475
New York Commodity „	$ —	—	3,700
Chicago Board of Trade	$ 3,600	3,750	9,500

	19. 9. 33
New York Cotton Exchange	$ 17,500.

Lt. Mitteilung von Pierce & Co., New York.

[41]) Beispiele für Veränderungen am Mitgliederstand: Während des Jahres wurden 13 Mitglieder neugewählt; zwei davon übernahmen die Mitgliedschaft von anderen Beamten ihrer Gesellschaft; fünf Mitgliedschaften wurden versteigert (1 wegen Ausschluß, 2 wegen Nichtbezahlung der Beiträge, 2 wegen Bankerott).
The Rubber Exchange of New York, 7. Jahresbericht 1932.

bbb. Rechte und Pflichten der Mitglieder.

Die Rechte der Mitglieder erstrecken sich in erster Linie auf die Benutzung der Börseneinrichtungen. Die Mitglieder haben durch ihr Stimmrecht Mitverwaltungsrechte an der Börse (Aenderungen der Satzungen). Die Mitgliedschaftsrechte umfassen ferner das aktive und passive Wahlrecht für den Verwaltungsrat (Direktoren) und das Mitbestimmungsrecht bei den Wahlen für die einzelnen Arbeitsausschüsse, soweit solche an den Börsen vorhanden sind. Eine bestimmte Anzahl von Mitgliedern hat das Recht, eine außerordentliche Mitgliederversammlung einzuberufen. Die Beschlußfähigkeit der Mitgliederversammlung ist in den Börsenstatuten geregelt. (Die Satzungen setzen gewöhnlich die Zahl der Mitglieder, die notwendig ist, um ein Quorum[42]) zu bilden, fest).

Jedes Mitglied hat das Recht, seine Ware von den dafür vorgesehenen Börsenbeamten inspizieren zu lassen, bei srittigen Forderungen Schlichtung des Streites zu beantragen (Arbitrage) und gegen das Urteil der Schlichter Berufung einzulegen. Die Pflichten der Mitglieder sind:

1) vermögensrechtliche: darunter fallen die zur Zahlung der Mitgliederbeiträge und der für die Durchführung der Terminkontrakte erhobenen Gebühren. Die jährlichen Mitgliedergebühren werden, abgesehen von der feststehenden einmaligen Eintrittsgebühr, bei der jährlichen Mitgliederversammlung festgestellt und müssen in bestimmten Raten bezahlt werden. Alle Gebühren und Zahlungen, auch evtl. Sonderleistungen, die vom Direktorenrat notwendig erachtet werden, müssen genau am Fälligkeitstermin entrichtet werden.

2) Verpflichtungen persönlicher Art. Das sind diejenigen, die den Mitgliedern hinsichtlich ihrer persönlichen Führung an der Börse auferlegt werden. Sie beziehen sich vielfach auf das Geschäftsgebahren des Einzelnen und sollen zur Vermeidung von Auswüchsen der Spekulation beitragen. Es handelt sich hier um Verbote, die in den Ausführungsbestimmungen zu den Satzungen (Rules, Regulations) erlassen werden. Verboten ist im allgemeinen die Verbreitung von Gerüchten, irreführenden Nachrichten mit der Absicht, die Preisbildung zu beeinflussen, jede Tätigkeit, die zur Bildung von Corners[43]) führen könnte oder ähnliche Manipulationen, der Abschluß von Börsengeschäften außerhalb der Börsenzeit und des Börsenraumes, das Anbieten und der Abschluß von Wetten in den Börsenräumen. Wird ein Mitglied aufgefordert, seine Geschäftsbücher vorzulegen, irgendwelche

---

29 neue Mitglieder sind gewählt; 59 Mitgliedschaften übertragen worden (davon 25 von Mitgliedern, 20 besondere und 9 von Vereinigungen).
New York Cotton Exchange, 62. Jahresbericht 1932.

9 neue Mitglieder wurden aufgenommen.
New York Hide Exchange a. Jahresbericht 1932.

[42]) Quorum nennt man eine beschlußfähige Mehrheit.

[43]) Ueber das Wesen des Corners und sonstiger Auswüchse der Spekulation s. unten S. 108 ff.

Auskünfte zu geben oder persönlich vor einer Börsenstelle zu erscheinen, so ist es seine Pflicht, diesen Aufforderungen unverzüglich nachzukommen. Jedes Mitglied ist verpflichtet, der Börsenverwaltung Mitteilung davon zu machen, wenn es in eine Firma eintritt oder wenn die Gesellschaftsverhältnisse seiner Firma sich ändern. Ein Mitglied, das einen Börsenbesucher als Gast einführt, ist für das Verhalten der betreffenden Person verantwortlich. Jedes Mitglied muß eine Reihe von Jahren die Originalbelege aller Geschäftsabschlüsse, die die Namen der Kontrahenten, das Datum, die Qualität und die Preise der einzelnen Terminkontrakte enthalten, aufbewahren. Ganz allgemeiner Natur sind die Pflichten der Mitglieder, die mit der Erfüllung aller mit dem Abschluß von Termingeschäften verbundenen technischen Einzelheiten im Zusammenhang stehen.

Im Insolvenzfalle sind eine Reihe besonderer Verpflichtungen zu erfüllen:

1. Das zahlungsunfähige Mitglied muß innerhalb einer bestimmten Frist einen Geschäftsbericht an die Börsenverwaltung einreichen.
2. Dieser Bericht wird durch einen von dem Mitglied bezahlten Revisor geprüft.
3. Sämtliche Forderungen gegen das insolvente Mitglied sind bei der Börsenverwaltung anzumelden.

bb. Die Organe der Börse.

aaa. Die Mitgliederversammlung.

Das oberste Organ aller Warenterminbörsen ist die Mitgliederversammlung, die regelmäßig einmal im Jahre in den Börsenräumen zusammentritt. Sie ist das Wahlorgan für die Wahl des Direktorenrates. Die Abstimmung findet durch einen Stimmzettel statt, wobei jedem Mitglied eine Stimme zusteht. Die Wahlurne ist innerhalb einer durch Ausführungsbestimmungen der Börsenstatuten (Rules, Regulations) bestimmten Zeit geöffnet. Gewählt werden der Präsident, der 1. und 2. Vizepräsident, der Schatzmeister und die erforderliche Anzahl der Direktoren. Die Mitgliederversammlung übt zugleich die Kontrolle über das Exekutivorgan, den Direktorenrat aus. Der Direktorenrat muß bei jeder jährlichen Mitgliederversammlung einen Bericht über die Geschäfte und Finanzlage des vergangenen und einen Voranschlag über die Auslagen des kommenden Geschäftsjahres zur Genehmigung vorlegen. Eine außerordentliche Mitgliederversammlung kann vom Präsidenten nur auf Antrag einer bestimmten Mitgliederzahl oder auf Wunsch des Direktorenrats einberufen werden. Wird eine Aenderung der Satzungen beabsichtigt, so erhalten die Mitglieder eine schriftliche Einladung zu einer Mitgliederversammlung. Durch Stimmzettel wird entschieden, ob die Aenderung oder Erweiterung der Satzungen angenommen wird. Zur Annahme der Satzungsänderung ist eine Mehrheit von zwei Dritteln erforderlich[44]).

[44]) Satzungen verschiedener Warenterminbörsen. Baer, Julius, und Woodruff, George. P., Commodity Exchanges, New York, London 1929. S. 26.

bbb. Der Direktorenrat.

Das oberste Exekutivorgan jeder Warenterminbörse ist der Direktorenrat. Er setzt sich zusammen aus dem Präsidenten, dem 1. und 2. Vizepräsidenten, dem Schatzmeister und einer bestimmten Anzahl von Direktoren, die nach dem früher beschriebenen Verfahren gewählt werden. Die Direktoren üben ihr Amt ehrenamtlich aus. Der Direktorenrat hält regelmäßige Sitzungen ab, in denen alle Angelegenheiten der Börse besprochen werden. Die Direktoren können für die Korporation nur dann handeln, wenn sie als Kollegium in gesetzmäßiger Sitzung zusammentreten[45]). Der Präsident kann eine außerordentliche Sitzung einberufen, ebenso erfolgt die Anberaumung einer solchen, wenn eine Minderheit der Direktoren dieses schriftlich beim Sekretär der Börse beantragt. Die Benachrichtigung einer außerordentlichen Sitzung muß den Direktoren ordnungsmäßig zugehen, die Art der Geschäfte braucht nicht angegeben zu werden[46]). Mangels einer ausdrücklichen gegenteiligen Bestimmung bildet die Mehrheit der Direktoren ein Quorum. Nur die Mehrheit der Direktoren kann die Korporation verpflichten; Handlungen, die von einer beschlußunfähigen Zahl beschlossen werden, sind deshalb ungültig. Ein Direktor kann nicht durch einen Stellvertreter abstimmen. In allen Sitzungen hat der Präsident den Vorsitz. Die Direktoren sind verpflichtet, an allen Sitzungen teilzunehmen; wenn ein Direktor in mehreren aufeinanderfolgenden Sitzungen ohne genügende Entschuldigung fehlt, wird er vom Sekretär aufgefordert, innerhalb einer bestimmten Zeit nach Vertagung der Sitzung, sein Fernbleiben noch vor der nächsten Sitzung ausreichend zu entschuldigen. Kommt er dieser Aufforderung nicht nach, so kann er durch Beschluß des Direktorenrats seines Amtes enthoben werden. Dem Direktorenrat obliegt die Leitung der Börse. Er trifft Verfügungen über das Eigentum der Körperschaft. Die Unterorgane, Ausschüsse und Beamten werden vom Direktorenrat beaufsichtigt. Der Direktorenrat hat die Kontrolle über die Liste derjenigen Lagerhäuser und Betriebe, deren Waren zum Börsenhandel zugelassen sind. Der Direktorenrat bestimmt die Beamten für Inspektion und Klassifizierung der Börsenware. Er setzt die Termine für die Bezahlung der Mitgliedschaftsbeiträge und Gebühren fest. Von ihm wird die endgültige Entscheidung über Erwerb und Verlust der Mitgliedschaftsrechte getroffen und er beschließt über alle Mitgliedschaftsangelegenheiten.

Neben diesen verwaltungsmäßigen Funktionen übt der Direktorenrat auch meist diejenigen einer Spruchbehörde aus. Er ist zuständig für gewisse Klagen der Ausschüsse, soweit sie durch die Satzungen dazu berechtigt sind. Er kann auch selbständig Verhandlungen ansetzen,

---

[45]) New York General Corporation Law §§ 34, 35.
New York Business Corporation Law § 2.
[46]) New York General Corporation Law § 43.

ohne von einer Seite dazu veranlaßt worden zu sein. Das prozessuale Verfahren ist ähnlich geregelt wie das vor den Schlichtungsausschüssen.

Die Pflichten und Verbindlichkeiten der Direktoren sind folgende:

1) Sie haften der Korporation gegenüber persönlich.
2) Sie sind Dritten gegenüber auch persönlich verantwortlich.
3) Sie können strafrechtlich zur Verantwortung gezogen werden (z. B. wegen Unterschlagung von Korporationsmitteln[47]).
4) Da die Direktoren Treuhänder sind, dürfen sie keine Stellung einnehmen, in der ihre Privatinteressen denjenigen der Korporation entgegenstehen.
5) Einem Direktor sollen aus diesem Amt keine persönlichen Vorteile erwachsen.

Der Wirkungskreis der Direktoren wird genau in der Gründungsurkunde und den Satzungen der einzelnen Korporationen umrissen. Der Direktorenrat ist verpflichtet, seine sämtlichen Anordnungen und Beschlüsse innerhalb der Grenzen der ihm verliehenen Befugnisse zu treffen und bleibt, wie schon erwähnt, stets der Mitgliederversammlung verantwortlich.

ccc. Präsident und Vizepräsidenten. (President und Vice-Presidents).

Der Präsident ist der oberste Verwaltungsbeamte. Er wird von der Mitgliederversammlung in der Regel auf ein Jahr gewählt. Er bezieht kein Gehalt für die Dienste, die er der Börse während seiner Amtszeit leistet. Bei allen Sitzungen des Direktorenrats und der Börse hat er den Vorsitz. Die Einberufung einer Sitzung des Direktorenrates kann von ihm veranlaßt werden. Ebenso beruft er die außerordentlichen Mitgliederversammlungen ein. Der Präsident hat die Ermächtigung zur Anweisung von Zahlungen. Er unterzeichnet gemeinsam mit dem Schatzmeister alle Schecks und Wechsel der Börse. Er hat außerdem meist noch eine Reihe anderer Funktionen, die mit den Besonderheiten der einzelnen Börsen zusammenhängen, z. B. Vorsitz bei verschiedenen Ausschüssen, Auswahl und Ernennung von Beamten.

Der 1. und 2. Vizepräsident haben in Abwesenheit des Präsidenten, bezw. des 1. Vizepräsidenten die gleichen Aufgaben.

ddd. Der Sekretär (Secretary).

Der Sekretär ist bezahlter Beamter der Börse. Sein Gehalt wird vom Direktorenrat festgesetzt, der auch über seine Anstellung und Entlassung entscheidet. Der Sekretär besorgt meist mit einem oder mehreren Assistenten alle Arbeiten, die zur Geschäftsführung der Börse

---

[47]) Commercial Laws of the World a. a. O. S. 33—36. Const. Act, XII. Nl Y. C. W. §§ 29, 35.

gehören und vom Direktorenrat verlangt und überwacht werden. Er kündet die außerordentlichen Sitzungen des Direktorenrates, die ordentlichen und außerordentlichen Mitgliederversammlungen durch Versendung der dazu erforderlichen Einladungen an die Mitglieder an. Der Sekretär kontrolliert den Zu- und Abgang der Mitglieder, indem er die Liste und die Korrespondenz über Kauf und Verkauf der Mitgliedschaft führt. Auch veröffentlicht er die Todesanzeigen und Insolvenzmeldungen der Mitglieder und macht die entsprechenden Eintragungen in den Büchern der Börse. Er verwaltet die von den Mitgliedern hinterlegten Unterschriftsproben und Vollmachten. Der Eingang von Zahlungen von Gebühren und Beiträgen wird von ihm überwacht. Er ist in der Regel Berichterstatter und Protokollführer verschiedener Ausschüsse der Börse. Von ihm werden die hinterlegten Gelder streitender Parteien bei Schlichtungsverfahren verwaltet. Er übt auch eine gewisse Aufsicht in den Börsenräumen aus, z. B. soll er verhindern, daß sich Unbefugte, wie Börsenbesucher oder Pressevertreter am Börsenhandel beteiligen. Er versieht auch häufig das Amt des Ausrufers (Caller's) bei Börsenbeginn und gibt am Ende der Geschäftszeit den Preis bekannt, zu dem am folgenden Tage Kündigungsscheine (Transferable Notices) ausgestellt werden können. Die Tätigkeit des Sekretärs ist also eine sehr vielseitige und von seiner Geschäftstüchtigkeit hängt sehr häufig der geregelte Ablauf der täglichen Geschäfte ab [48]) [49]).

eee. Schatzmeister (Treasurer).

Der Schatzmeister wird bei der jährlichen Wahl mit Stimmenmehrheit auf ein Jahr gewählt. Er verwaltet dieses Amt ehrenamtlich und ist Mitglied des Direktorenrates. Die Kasse der Börse wird von ihm verwaltet; er hat ihre Mittel für Rechnung und im Namen der Börse zu hinterlegen und zu investieren. Er ist gemeinsam mit dem Präsidenten bezw. dem 1. oder 2. Vizepräsidenten zur Zeichnung von Schecks und Wechseln berechtigt. Das Korporationssiegel ist in seiner Verwahrung. Der Schatzmeister kontrolliert die Buchhaltung, die von den Angestellten geführt wird und muß bei jeder Direktorenratsitzung über den finanziellen Stand der Börse Bericht erstatten und am Ende des Geschäftsjahres einen Rechnungsbericht ablegen. Die Eintrittsgebühr der Mitglieder ist an ihn zu bezahlen. Vom Inspektionsbüro für Wareninspektion erhält er die monatliche Gebührenabrechnung überwiesen, die von ihm durchgesehen und zur Verbuchung weitergegeben wird. Der Schatzmeister gehört von amtswegen dem Finanzausschuß der Börse an.

---

[48]) Als Quelle dienten die Satzungen verschiedener amerikanischer Warenterminbörsen.

[49]) Baer, Julius und Woodruff, George B. Commidity Exchanges New York, London 1929 S. 27.

fff. Ausschüsse (Committees).

Zur Erleichterung seiner Tätigkeit und zur möglichst raschen und reibungslosen Abwicklung der Geschäfte der Börse werden durch den Direktorenrat in der Regel verschiedene Ausschüsse eingesetzt, die jeweils mit einer besonderen Funktion betraut sind. Die hierdurch geschaffene Arbeitsteilung ermöglicht eine Vereinfachung und gründliche Bearbeitung aller vorkommenden Fragen. Man unterscheidet Ausschüsse, die durch die Ausführungsbestimmungen der Börsen ein für alle mal vorgesehen sind und die bei der 1. Sitzung des Direktorenrates ernannt werden, wie:

Vollziehungsausschuß (Executive Committee),
Finanzausschuß (Finance Committee),
Ueberwachungsausschuß (Supervisory Committee),
Satzungsausschuß (Committee on By-laws and Rules),
Mitgliedschaftsausschuß (Committee on Membership),
Ausschuß für Information und Statistik (Committee on Information and Statistics),
Schlichtungsausschuß (Arbitration Committee),
Berufungsausschuß (Board of Appeal),
Kommissionsgebührenausschuß (Committee on Commission),
Ausschuß für Kursfeststellung (Committee von Quotation),
Börsensaalausschuß (Floor Committee),
Geschäftsführungsausschuß (Committee on Business Conduct),
Presseausschuß (Committee on Publicity),
Ausschuß für Wareninspektion und Lagerung (Committee on Grading and Warehousing),
Ausschuß für Festsetzung von Preisdifferenzen (Adjustment Committee).

Außerdem werden für besondere Zwecke jeweils Spezialausschüsse (Special Committees) eingesetzt. Die meisten dieser Ausschüsse finden sich fast an allen Börsen. Wenn an einer Börse verschiedene Waren gehandelt werden, werden für jede Ware getrennte Ausschüsse aufgestellt.

Die Bestellung eines Mitglieds zum Ausschußmitglied geschieht durch Beschluß des Direktorenrats, der jederzeit widerruflich ist. Den Vorsitz in diesen Ausschüssen haben meist bestimmte Mitglieder des Direktorenrates. In vielen Fällen ist Vorsitzender der Präsident der Börse, im Finanzausschuß ist der Schatzmeister Vorsitzender.

Es würde zu weit führen, die Tätigkeit jedes einzelnen Ausschusses hier im einzelnen darzustellen. Der Aufgabenkreis ergibt sich aus der Bezeichnung der Ausschüsse.

Man kann die Ausschüsse einteilen in solche, die hauptsächlich administrative Aufgaben haben und in solche, die den einzelnen Mit-

gliedern direkt zur Erledigung ihrer Geschäfte zur Verfügung stehen. Zur ersten Kategorie gehören:

der Vollziehungsausschuß,
der Finanzausschuß,
der Satzungsausschuß,
der Mitgliedschaftsausschuß,
der Kommissionsgebührenausschuß,
der Ausschuß für Feststellung der Kurse,
der Börsensaalausschuß,
der Geschäftsführungsausschuß,
der Presseausschuß.

Die nachfolgenden Ausschüsse stehen den Mitgliedern in allen möglichen Fragen zur Verfügung, insbesondere zur Schlichtung von Streitfällen aller Art, sowie zur Klassifizierung und Kontrollierung der Börsenware und auch zur Information über alle den Markt beeinflussenden Ereignisse. Es sind dies:

der Ausschuß für Information und Statistik,
der Schlichtungsausschuß,
der Berufungsausschuß,
der Ausschuß für Wareninspektion und Lagerung [50]) [51]).

In der Praxis hat sich jedoch gezeigt, daß von den vielen Ausschüssen bei der Abwicklung der Geschäfte die im folgenden Abschnitt behandelt wird, nur einzelne, wie der Preisfestsetzungs- und Inspektionsausschuß, in Tätigkeit treten.

4. Technik und Abwicklung der Geschäfte

(Das Funktionieren des Börsenmechanismus).

a. Des Vertragswesen.

aa. Die Rechtsgrundlagen der Börsenterminkontrakte.

Wenn hier die Rechtsgrundlagen der an den amerikanischen Warenterminbörsen vorkommenden Geschäfte besprochen werden, so ist zunächst darauf zu achten, daß die allgemeine rechtliche Fundierung dieser Geschäfte in der Bundesgesetzgebung und den Entscheidungen des Höchsten Gerichtshofes der U.S.A. zu suchen ist, während die besondere rechtliche Regelung der Kontrakte durch die Statuten der einzelnen Börsen erfolgt. Was die Bundesgesetzgebung anlangt, so hat sie sich ebenso wie das Börsenwesen selbst im

[50]) Als Quelle dienten die Satzungen verschiedener Warenterminbörsen.

[51]) Baer, Julius und Woodruff, George B. a. a. O. S. 30 ff.

Laufe vieler Jahrzehnte entwickelt. Die Gesetzgebung folgte häufig der wirtschaftlichen Entwicklung und trat so als Legalisierung bereits bestehender Handelsgebräuche und wirtschaftlicher Tatbestände in Erscheinung. Solange das Börsenwesen noch keine regelrechte Organisation entwickelt hatte, zeigte die Gesetzgebung die Tendenz, die Warenterminkontrakte, soweit ihnen keinerlei Erfüllungsabsicht und lediglich Differenzabrechnung zugrunde lag, grundsätzlich zu bekämpfen[1]).

Das erste wichtige Bundesgesetz über den Warenterminhandel an Börsen wurde vom Kongreß während des Bürgerkrieges angenommen. Indem durch dieses Gesetz alle Blanko- und Terminverkäufe und -käufe als ungesetzlich erklärt wurden, stellt es den Versuch dar, das gesamte Warenterminbörsenwesen zu verbieten. Dieses Gesetz hatte jedoch nicht den erwarteten Erfolg und wurde nach 14tägiger Wirksamkeit am 2. Juli 1864 wieder aufgehoben. Erst im Jahre 1883 wurde die Aufmerksamkeit der Bundesregierung wieder auf den Warenterminhandel gelenkt. Es kam zu einem Gesetzentwurf, der die Brief- und Geldzustellung, soweit sie im Zusammenhang mit Termingeschäften stand, verbot. 1887 wurden zwei weitere Gesetzentwürfe eingebracht, durch welche ebenfalls der Terminhandel verboten und die Beteiligten bestraft werden sollten[2]). Diese Entwürfe wurden, da man ihnen keine weitere Beachtung schenkte, jedoch nicht Gesetz. Erst 1890 wurde wieder einmal der Versuch unternommen, die Bundesregierung zum Einschreiten gegen den Börsenterminhandel zu bewegen. Der Abgeordnete Butterworth aus Ohio brachte einen Gesetzentwurf ein, nach welchem die an Termingeschäften beteiligten Käufer und Verkäufer einer Sondersteuer unterworfen werden sollten. Wenn auch der Abgeordnete Butterworth mit seinem Antrag garnichts erreichte, so wurde doch dadurch dem Warenterminbörsenwesen seitens der Bundesregierung wieder größeres Interesse entgegengebracht.

Die Folge war ein Vorstoß in der 1. Sitzung des 52. Kongresses (1891—1892), der dahin führen sollte, den Warenterminhandel zu verbieten. Aber auch dieser Versuch, der namentlich von der Landwirtschaft unterstützt wurde, scheiterte, und damit erlahmte zunächst das Interesse an einer bundesgesetzlichen Regelung des Warenterminbörsenwesens.

Wenn es trotz häufiger Bemühungen nicht gelang, die Bundesregierung selbst zum Eingreifen gegen das Warenterminbörsenwesen aufzurütteln, so hatte doch eine ganze Reihe von Einzelstaaten prohibitive Gesetze, nach welchen jeglicher Terminhandel verboten war. In Californien wurde in die Verfassung von 1879 eine Klausel aufgenommen, nach welcher alle Terminkontrakte für nichtig erklärt wurden. Noch im Jahre 1905 wurde im Staate Arkansas ein Gesetz angenommen, nach welchem jeder Kauf bezw. Verkauf oder Handel jeder Art auf

---

[1]) Hoffman G. W., Governmental Relugations of Exchanges. The Annals of the American Academy of Political and Social Science, Mai 1931, S. 40.

[2]) Hoffman a. a. O., S. 47 f.

Termin, sowohl für Getreide als auch für Baumwolle mit der Absicht der Differenzberechnung als Spiel angesehen wurde. Es sollte damit diesen Geschäften jede rechtliche Verbindlichkeit für die Kontrahenten abgesprochen werden[3]).

Wie in der Einleitung dargestellt, hatte sich aber inzwischen das Warenterminbörsenwesen den gesetzlichen Hindernissen trotzend mächtig entwickelt, und die Börsen von Chicago und New York hatten bereits internationale Bedeutung erlangt. Nach dieser Entwicklung des Börsenterminwesens im Warenhandel mußte es von der Gesetzgebung anerkannt werden. (Legalisierung S. 34). Der Kampf des Gesetzgebers richtete sich nun nicht mehr direkt gegen den Terminhandel an den organisierten, mit Korporationsrechten ausgestatteten Warenterminbörsen, trotzdem mit mehr oder weniger Erfolg immer wieder versucht wurde, das Börsenwesen zu beeinflussen, sondern gegen die sogenannten Winkelbörsen (bucketshops), deren Inhaber meist zum Schaden der auftretenden Käufer und Verkäufer das Differenzspiel auf Grund der offiziellen Börsenkurse betrieben.

Wenn auch in den Kontrakten an den organisierten Warenterminbörsen die tatsächliche Erfüllbarkeit durch Andienung bezw. Abnahme der Ware jeweils besonders vorgesehen ist, so hat die große Mehrzahl der Spekulanten häufig nicht die geringste Beziehung zur Ware bezw. zum Kassageschäft und nur Interesse für die wahrscheinlichen Preisschwankungen und die daraus sich ergebenden Gewinnmöglichkeiten. Trotzdem sie sehr genau wissen, daß, wenn ihre Kontrakte bis zum Liefermonat offen bleiben, sie das Recht oder vielmehr die Pflicht haben, die effektive Ware zu liefern bezw. zu empfangen, haben sie keineswegs die Absicht, das zu tun. Ebensowenig ist es wahrscheinlich, daß sie den Ausgleich ihrer Terminpositionen durch entgegengesetzte Terminkäufe (offsettings) als Erfüllung ihrer Kontrakte betrachten, wie es von der Gesetzgebung konstruiert wurde, denn ihre Kenntnisse über die Abrechnungsmethoden an den Börsen sind meist nicht größer als diejenigen über den effektiven Warenhandel.

Die Bedingung, daß Warentermintransaktionen, um gesetzlich zu sein, den Schein des Materiellen haben müssen, wird durch die Einzelbestimmungen an den verschiedenen Börsen über effektive Lieferung erfüllt[4]). Die effektive Erfüllbarkeit der Kontrakte wird dadurch beibehalten und dieser Begriff liegt auch der heutigen Gesetzgebung über das Warenterminbörsenwesen zugrunde[5]).

So sind auch jetzt noch auf Grund der allgemeinen Gesetze über Spiel und Wette, sowie einzelstaatlicher Gesetze, die Differenzgeschäfte, die nicht an den organisierten Börsen getätigt, sondern von Geschäftsleuten in ihren Geschäftsräumen (bucketshops) abgeschlossen werden, verboten. Zweifellos hat die Bekämpfung dieser Art von Spekulation, die nicht selten in betrügerischer Weise vor sich ging, günstig gewirkt

---

[3]) Hoffman a. a. O., S. 41.
[4]) siehe Statuten der verschiedenen Börsen.
[5]) Hoffman a. a. O., S. 42.

und auch dazu beigetragen, das Ansehen der organisierten Börsen zu heben[6]).

Im übrigen stehen heute dem Abschluß von Termingeschäften an den organisierten Warenterminbörsen keine gesetzlichen Hindernisse mehr entgegen, gleichgültig was auch in Wirklichkeit die dem Geschäft zugrundeliegende Absicht ist[7]). Sei es wirklich nur das Interesse, aus Preisveränderungen einen Gewinn zu erzielen, sei es die Durchführung einer Sicherungsarbitrage zur Ausschaltung eines durch Kauf oder Verkauf effektiver Ware entstandenen Konjunkturrisikos.

Hier soll nochmals an die Ausführungen über die Bundesgesetzgebung, das Warenterminbörsenwesen betreffend, angeknüpft werden. Es wurde oben festgestellt, daß Ende des vorigen Jahrhunderts noch keine Gesetze zur Regelung des Warenterminbörsenwesens von der Bundesregierung erlassen worden waren. Nach verschiedenen Anläufen zu einer bundesrechtlichen Regelung auf diesem Gebiet, kam erst im Jahre 1916 das sogenannte „Cotton Futures Act" und 1922 das „Grain Futures Act" [8]) zur Annahme.

Entsprechend dem oben Gesagten ist in diesen Gesetzen keine Einschränkung des Warenterminhandels mehr enthalten. Das „Cotton Futures Act" regelt den Geschäftsverkehr an den Baumwollterminbörsen nur auf dem beschränkten Gebiet des Differenz-Systems und der Klassifizierung der Baumwolle. Der Landwirtschaftsminister (Secretary of Agriculture) wird ermächtigt, die offiziellen Baumwollstandards für U.S.A. („Official Cotton Standards of U.S.A.") zu bestimmen. Im Gesetz ist auch der Grundpreis der zur Lieferung gelangenden Baumwolle geregelt. Als Basis dient ein täglich auf 10 Kassamärkten der Südstaaten errechneter Durchschnittspreis[9]).

Das „Grain Futures Act" enthält ebenfalls keine Bestimmungen, die den Handelsverkehr an den Getreideterminbörsen einschränken. Die gesetzlichen Vorschriften ermöglichen der Bundesregierung lediglich eine gewisse Uebersicht und Kontrolle der Vorgänge auf den Getreidemärkten. Um die Bestimmungen des Gesetzes durchzuführen, hat der Landwirtschaftsminister eine „Grain Futures Administration" eingeführt, die eine besondere Abteilung des Landwirtschaftsministeriums darstellt[10]). Es wurden einzelne Büros an den Börsenplätzen eingerichtet, das größte und bedeutendste in Chicago. Die Beamten dieser Büros

---

[6]) s. unten (Bekämpfung der Spekulation), S. 101 ff.

[7]) Hellauer, J., Handelsverkehrslehre, Handelshochschule, S. 939.

[8]) Public. No. 331—67. Congr. H. R. 11843, „an act for the prevention and removal of obstructions and burdens upon interstate commerce in grain, by regulating transactions on grain future exchanges, and for other purposes" (s. Anhang S. 183 ff).

[9]) S. unten S. 58 f.

[10]) Hoffman, General Rules and Regulations of the Secretary of Agriculture with Respect to Contract Markets, U. S. Dept. of Agr-Misc. Circ. No. 10, S. 53.

haben die Pflicht, die Börsen, die nach dem Gesetz Kontraktmärkte sind, zu überwachen.

Sämtliche Getreideumsätze müssen täglich an die Büros berichtet werden. Die tatsächliche Höhe und die relativen Veränderungen des Handelsvolumens können so genau verfolgt werden. Wenn dabei zutage tritt, daß der Umfang oder die Art des Handels eines Einzelnen oder einer Gruppe von Mitgliedern die Stabilität des Marktes bedrohen würden, können sofort Maßnahmen ergriffen werden, um weitere derartige Organisationen zu begrenzen. Diese Maßnahmen werden von einem speziellen Ausschuß der Börse vorgenommen, der seine Anweisungen vom Landwirtschaftsminister erhält. Das Disziplinarwesen an den Börsen[11]) ermöglicht es, die Mitglieder zur Befolgung der angeordneten Maßnahmen anzuhalten[12]). Im Zusammenhang mit dem „Grain Futures Act" müssen auch noch zwei andere Bundesgesetze erwähnt werden, die ebenfalls gewisse rechtliche Grundlagen für den Getreideterminhandel enthalten. Es sind dies das „U. S. A. Grain Standard Act" [13]) und das „U. S. A. Warehouse Act" [14]).

Diese beiden Gesetze sind aus dem Jahre 1916. Durch das „Grain Standard Act" werden die Standardqualitäten bei der Klassifizierung des Getreides und ihre Ueberwachung durch Bundesbeamte bestimmt. Die Gradierung selbst wird entweder durch Staats- oder Börsenbeamten vorgenommen, die ihre Lizenz vom Landwirtschaftsminister bekommen. In ähnlicher Weise erhalten die amtlichen Lagerhäuser auch ihre Lizenzen von ihm. Ihre Tätigkeit wird von der Bundesregierung überwacht. Das dort lagernde Getreide muß nach dem Bundesstandard sortiert werden. Durch diese beiden Gesetze wurden die Lieferungsbedingungen von Warenterminkontrakten für die ganzen U.S.A. einheitlich geregelt und auf diese Weise das Kontraktwesen verbessert.

Wie auf Seite 33 gesagt, sind die besonderen rechtlichen Verhältnisse der Termingeschäfte in dem standardisierten Terminkontrakt der Börse geregelt. Festgelegt ist darin:

1. Qualität der betreffenden Ware,
2. Quantität,
3. Preis,
4. Andienungsort,
5. Nachprüfung der zu liefernden Ware,
6. Liefertermin,
7. Verkäuferwahlrecht für den Grad der Ware im Rahmen der Börsenqualitäten und für den Tag des Terminmonats.
8. Zahlungsbedingungen.

Nachstehend wird der Inhalt der Kontraktformulare der Getreide- und Baumwollterminbörsen wiedergegeben:

---

[11]) Vgl. Rechte und Pflichten der Mitglieder, S. 27 ff.

[12]) Hoffman a. a. O., Governmental Regulations of Exchanges. The Annals of the American Academy of Political and Social Science. May 1931. S. 54.

[13]) Stat. at Large, S. 483.

[14]) 39 Stat. at Large, S. 486.

Grain Future Contract: (Place) (Febr. 15.) 19...

In consideration of one dollar in hand paid, the receipt of which is hereby acknowledged (A. B.) have this sold to (C. D.) or bought of....., (5,000) bushels of contract wheat, at (145) cents per bushel 60 lbs. of...., deliverable at seller's option during (July) 19... This contract is made in view of and in all respects subject to bylaws and rules established by the ..... Exchange, in force at this date.

Cotton Future Contract: New York, (Febr. 15) 19...

(A. B.) of the County and State of New York have this day sold (or bought) and agreed to receive from (C. D.), of the same place (50000) pounds in about (100) square bales of Cotton, growth of the United States, at the price of (17.66) cents per pound for Middling, with additions or deductions for other grades in accordance with the allowance for staple premiums, deliverable from licensed warehouse in the ports of New York, Norfolk, Charleston, Mobile, Savannah, Galveston, Houston or New Orleans, between the first and last delivery days of (July) inclusive, the delivery within such time to be at seller's option in one warehouse, upon notice to buyer, as provided by the Bylaws and Rules of the New York Cotton Exchange. The Cotton dealt with herein and delivered hereunder shall be of, or within, the grades for which standards are established by the Secretary of Agriculture except cotton prohibited from being delivered on a contract by the fifth division of Section 5 of the United States Cotton Futures Act, and shall be no other grade or grades, and shall be subjected to New York Cotton Exchange Inspection.

Every party may call for a margin as the variations of the market or like deliveries may warrant which margin shall be kept good.

This contract is made in view of, and in all respects subject to, the regulations made pursuant to said United States Cotton Futures Act and not in conflict whit said Act or said regulations.

Subject to United States Cotton Futures Act, Section five.

bb. Der Inhalt des Terminkontraktes.

Die häufigste Definition des Terminkontraktes ist: „a purchase or sale of Commodities to be delivered at a later date“ [15]); dabei muß aber beachtet werden, daß damit nicht ein Effektivkauf auf spätere Lieferung gemeint ist. Eine scharfe und umfassende Definition gibt H. E. Emery in seinem Buch: „Speculation on the Stock and Produce Exchanges of the U.S.A. S. 46: ‚A contract for the future delivery of some commodity without reference to specific lots, made under the rules of some commercial body in a set form of which the conditions as to the unit or amount, the quality and the time of delivery are stereotyped and only the determination of the total amount and the price is left open to the contracting parties‘.“ Der Terminkontrakt ist eine standardisierte Ver-

[15]) Hoffman, G. W., Future Trading and The Cash Grain Markets, U. S. Dept. of Agr. Circ. 201, S. 5.

einbarung[15a]), deren einzelne Bedingungen den Kontrahenten vollständig geläufig sind. Bei dem Geschäftsverkehr an den Börsen finden aus diesem Grunde in weitgehendstem Maße Formulare Verwendung.

Die Hauptmerkmale eines Warenterminkontraktes sind:

1. daß er auf ein bestimmtes Gewicht lautet: Schluß (lot),
2. daß die Lieferung in dem angeführten Kalendermonat erfolgen muß,
3. daß der anzudienende Grad ein bestimmter und immer derselbe ist. (Verkäuferswahl, andere als den Basisgrad anzudienen. Preisausgleich durch Differenzberechnung).
4. daß alle Kontrakte für denselben Lieferungsmonat als gleichwertig betrachtet werden, mit Ausnahme vom Preis (wenigstens bis zur Andienung, dann sind kleine Gewichtsabweichungen und Gradänderungen mit Differenzberechnung gestattet),
5. daß die Möglichkeit besteht, die Terminkontrakte durch Gegengeschäfte auszugleichen,
6. daß alle Geschäfte öffentlich in dem dazu bestimmten Ring, während genau festgelegter Handelsstunden, abgeschlossen werden müssen.
7. Ein weiteres Merkmal ist die Abrechnung jedes Kontraktes durch das Clearinghaus.

Die aufgezählten Bedingungen zeigen die hohe Standardisierung des Terminkontraktes, die ihm die große Beweglichkeit verschafft und dem Händler die Möglichkeit gibt, sich auf den Faktor Preis zu konzentrieren. Um den Unterschied zwischen Terminkontrakt und Kassen- oder Effektivkontrakt zu zeigen, wird zum Vergleich folgendes Schema aufgestellt:

Terminkontrakt:	Kassakontrakt[16]):
gleich feste Mengen (oder das Mehrfache)	beliebige Mengen
spezieller Liefermonat	Lieferung nach Wahl
Verkäuferwahl des Tages im Liefermonat	je nach Vereinbarung
Verkäuferwahl der anzudienenden Qualität	speziell vereinbarte Qualität
Zweck: Spekulation oder Sicherungsarbitrage	Zweck: Handel oder Verarbeitung.

[15a]) „Das börsenmäßige Termingeschäft ist ein Lieferungsgeschäft im engeren Sinne, das auf Grund von zur Verwendung eines bestimmten Marktes einheitlich aufgestellten Geschäftsbedingungen abgeschlossen wird, sofern hierbei jedem einzelnen Kontrahenten die Möglichkeit geboten ist, seine Geschäfte im Wege der Skontration durch Differenzabrechnung abzuwickeln". Hellauer, J., System der Welthandelslehre, Berlin 1910, S. 435.

[16]) Hoffman, G. W., Future Trading and The Cash Grain Markets, U. S. Departement of Agriculture Circular M. 201, S. 6.

Die Standardisierung der Terminkontrakte hat zur Folge, daß alle Terminkontrakte für einen bestimmten Monat als gleichwertig angesehen werden, abgesehen vom Preis. Sie lassen sich also bei Kauf und Verkauf der gleichen Zahl von Kontrakten gegenseitig nach Abrechnung der Preisdifferenzen ausgleichen. Die hier gemachten allgemeinen Ausführungen werden in den nachfolgenden Abschnitten weitergeführt.

aaa. Die Terminware. Verhältnis der Terminware zur Ware am effektiven Markt.

Der Warenterminkontrakt, wie er an den Warenterminbörsen benutzt wird, stellt einen Kauf bezw. Verkauf über ein bestimmtes Quantum Ware einer bestimmten Qualität für einen gegebenen Monat dar. Die Geschäfte an den Warenterminbörsen unterscheiden sich von denjenigen an den effektiven Warenmärkten hinsichtlich der Ware darin, daß ihr im Terminkontrakt alle Besonderheiten bezüglich Menge, Qualität und Herkunft fehlen[17]). Zur Erreichung der für den Terminhandel erforderlichen Fungibilitäten wird die Ware in dem Terminkontrakt auf einen von der Börse festgelegten Standard reduziert, den es wohl am Effektivmarkt gibt, aber der die besonderen Eigenarten der Ware nicht berücksichtigt. Zur Verdeutlichung der hier gemachten Ausführungen wird auf die oben wiedergegebenen Kontrakttexte der Getreide- und Baumwollbörse verwiesen[18]).

Für den Fall, daß Verkäufer oder Käufer es zur effektiven Erfüllung des Kontraktes, die immer vorgesehen ist, kommen lassen, kann nicht nur der im Kontrakt bezeichnete Standardgrad angedient werden, sondern sowohl bessere als auch schlechtere Qualität. Die Grenzen für diese Qualitätsdifferenzen sind in den Börsenvorschriften geregelt. Die Abrechnung geschieht dann in der Weise, daß bei Lieferung einer besseren Qualität ein von der Börse festgelegter Zuschlag und bei Andienung einer geringeren Qualität ein entsprechender Abzug gemacht wird. Hierüber wird bei der Preisberechnung nochmals ausführlicher gesprochen[19]). Es sei aber schon jetzt bemerkt, daß die Erfüllung von Terminkontrakten durch effektive Lieferung relativ selten vorkommt[20]). Dies läßt sich z. T. auch auf das Verhältnis von Terminware zu der am Kassamarkt gehandelten Ware zurückführen. Denn der Verkäufer hat die Wahl, innerhalb des Erfüllungsmonats den Zeitpunkt der Andienung und auch der Qualität der Ware, innerhalb des von der Börse bestimmten Rahmens zu bestimmen. So könnte es sein, daß, während der Käufer eine bestimmte Qualität zu erhalten wünscht, der Verkäufer eine geringere oder bessere Qualität, die nicht für den Zweck des Käufers geeignet ist, andient.

---

[17]) Hellauer a. a. O., S. 436.
[18]) s. S. 38 ff.
[19]) s. unten S. 54 ff.
[20]) s. unten S. 67 und S. 69 ff.

Aus diesen Erwägungen ergibt sich, daß für den Terminhandel nur Waren in Frage kommen, die die beschriebene Standardisierung zulassen[21]). Diese Voraussetzungen treffen in erster Linie zu auf alle Getreidearten, wie Weizen, Roggen, Mais usw., auf Baumwolle der wichtigsten Provenienzen, auf Zucker, Kaffee, Kakao, Rohseide, Gummi, Silber und andere Rohprodukte. Das Gesagte gilt aber auch von einer Reihe tierischer Produkte, wie Wolle bezw. Kammzug, Fette und Fleisch und Metalle. Aber selbst so wenig homogene Waren wie rohe Häute können durch die Tätigkeit der Produzenten und des Handels die zum Börsenhandel notwendige Homogenität erhalten. Die Waren müssen, wenn sie von Natur aus eine gewisse Gleichartigkeit besitzen, durch Sortierung bezw. Klassifizierung die zur Andienbarkeit in den Börsenvorschriften vorgesehenen Qualitäten erhalten. Aus diesem Grunde sind gerade die Bestimmungen über Klassifizierung der Börsenware besonders wichtig.

Aus praktischen Gründen muß die Ware so beschaffen sein, daß ihre Prüfung und Klassifizierung schnell und ohne große Kosten vorgenommen werden kann. Wäre das nicht der Fall, dann wäre die Ware für den organisierten Handel an der Terminbörse ungeeignet. Das System würde gerade das ihm eigene Kriterium der Fungibilität von Ware und Kontrahenten[22]) verlieren. Es würde sich dann vom gewöhnlichen Markt nicht unterscheiden, wo jede Einzelmenge gesondert inspiziert werden muß[23]). Auch diese Voraussetzungen treffen für die oben erwähnten tierischen und agrarischen Massenprodukte zu.

Es muß aber nicht nur die Möglichkeit bestehen, daß die Ware in dieser Weise vereinheitlicht und standardisiert werden kann, sondern der Markt selbst muß zur Erreichung eines möglichst großen Geschäftsumfangs, der allein dem Angebot und der Nachfrage entsprechende Preise garantiert, eine gewisse Breite haben. Daher dürfen die Standards einerseits nicht zu hoch angesetzt werden, damit nicht der Markt hierdurch eingeengt wird, und andererseits muß es sich um eine Ware handeln, die selbst in größtem Umfange auf den Markt gelangt[24]).

Ferner muß die Ware von einer gewissen Dauerhaftigkeit sein und darf bei längerer Lagerung nicht leiden. Käufer und Verkäufer müssen die Möglichkeit haben, die Ware in besonders geeigneten Lagerhäusern zu lagern, um in Ruhe eventuelle Preisschwankungen abwarten und ausnutzen zu können[25]).

---

[21]) Schmidt, F., Die Warenbörse von Paris. — Zeitschr. f. hdw. Forschung, V. Jahrg. 1910/11, S. 306.
[22]) Hellauer a. a. O., S. 440.
[23]) Culp, C. A.: Possibilities of Organized Markets in Various Commodities. — The Annals of Political and Social Science, Mai 1931, S. 177.
[24]) Schmidt, F.: Die Warenbörse in Paris, a. a. O., S. 296
[25]) Culp, C. A. a. a. O., S. 177.

Auch diese Eigenschaften finden sich bei den genannten Rohprodukten. So sind es gerade diese Waren, nämlich Getreide, Baumwolle, Zucker, Kaffee, Kakao, Kautschuk, Rohseide, Fette, Wolle und Metalle die an den amerikanischen Warenterminbörsen gehandelt werden.

bbb. Sonstige Bedingungen des Terminkontraktes.

Menge, Lieferort, Lieferzeit, Zahlungsbedingungen.

Die Standardisierung in den Börsenkontrakten erstreckt sich aber, wie aus den Kontrakten des Chicago Board of Trade und der New York Baumwollbörse zu ersehen ist, nicht nur auf die Waren, sondern gleichzeitig noch auf alle übrigen Bedingungen, wie Menge, Andienungsort, Zahlung, Kommissionsgebühren, Handgeld, ja sogar auf die Kreditwürdigkeit der Kontrahenten selbst.

Im Kontrakt ist im allgemeinen eine handelsübliche, nicht zu kleine Warenmenge als Kontraktmenge angegeben. So ist z. B. die Kontraktmenge am Chicago Board of Trade 5000 bushels Weizen,

an der New York Baumwollbörse 50 000 lbs = 22650 kg
an der New Orleans Baumwollbörse 50 bales (job lot) = 11425 kg,
100 bales (50000 lbs) = 22650 kg,
an der New Yorker Kaffee-Börse 32500 lbs = 14742 kg,
an der New York Zucker-Börse 50 long tons (112000 lbs) = 50236 kg,
an der New Yorker Kakao-Börse 30000 lbs = 13590 kg,
an der New York Metall-Börse 36000 lbs (25 longtons) = 16308 kg,
für Silber 25000 troy ounces.

Bei diesen Quantitäten ist es natürlich ausgeschlossen, die Menge auf das Pfund genau anzudienen. Daher ist in den Börsenbestimmungen die Grenze angegeben, bis zu welcher das Gewicht der angedienten Ware von dem originalen Kontraktgewicht abweichen darf. Diese Freigrenze ist verschieden und schwankt bei den einzelnen Börsenwaren zwischen 1 % und 5 %.

In dem Kontrakt der New Yorker Baumwollbörse sind als Andienungsplätze folgende Städte vorgesehen: New York, Norfolk, Charleston, Mobile, Savannah, Galveston, Houston, New Orleans. Aehnliche Bestimmungen finden sich in den Kontrakten aller übrigen Börsen. Dies zeigt, daß auch der Lieferungsort in den Kontraktbedingungen enthalten ist.

Sogar die Kreditwürdigkeit der Kontraktparteien erfuhr eine Vereinheitlichung. Sie wird erreicht durch die Einschaltung einer Garantiestelle in Gestalt einer Liquidationskasse (Clearinghouse), die für die Verpflichtungen der Kontrahenten bürgt.

Wie auf S. 37 angedeutet, besteht ein enger Zusammenhang zwischen Standardisierung einerseits und Klassifikation und Lagerwesen andererseits. Aus diesem Grunde ist es notwendig, die Bedeutung der zuletzt genannten beiden Punkte ausführlich zu behandeln.

ccc. Die Bedeutung der Klassifikation, des Lagerhaus- und Lagerscheinwesens.

Es ist das Verdienst der Warenterminbörsen, das Gradierungssystem eingeführt und ausgedehnt zu haben. Gegenwärtig können die Waren in 2 Klassen eingeteilt werden: solche, bei denen Standards oder Inspektion, oder beides durch ein Bundes- oder Staatsgesetz geregelt und solche, bei denen Standards und die Methoden ihrer Nachprüfung, der Inspektion von den Börsen bestimmt werden. Der ersten Klasse gehören Baumwolle, Weizen und alle anderen Getreidearten an, der letzteren sämtliche übrigen Terminwaren.

Die Grade im Baumwollhandel wurden gemäß dem Cotton Futures Act von 1916 aufgestellt. Sie waren schon vorher im Baumwollhandel üblich. Das Gesetz brachte, außer dem Verbot der Andienung besonders schlechter Qualitäten gegen Terminkontrakt keine wesentlichen Veränderungen der Standards. Es stellte 1. eine Methode der Differenzberechnung auf, 2. sah es ein System von Mustern und Bestimmungen über das Verwiegen und Gradieren durch Beamte des Ackerbauministeriums (Department of Agriculture) und 3. die Ausgabe von Klassenzertifikaten über den Grad der Baumwolle, die auch das Gewicht bescheinigten, vor. Die Baumwollbörse hat einen Beamtenstab in ihrem Inspektionsbüro, der das Wiegen und die Gradierung besorgt. Ein Probenehmer und ein Inspektor müssen die Muster ziehen und das Wiegen überwachen. Von jedem Ballen werden 2 Proben genommen, eine bleibt beim Inspektionsbüro, die andere wird den Regierungsbeamten zur Klassifizierung zugestellt. In New York und New Orleans sind Zweigstellen des Ackerbauministeriums, die ihre eigenen Baumwollprüfer haben. Wenn die Baumwolle nicht einen Grad, der zur Andienung zugelassen ist, aufweist, wird eine rote Bescheinigung ausgestellt. Ist der festgestellte Grad andienbar, so ist das Zertifikat grün. Es enthält Angabe des Lagerorts, der Losnummer, der Markierung, des Grades und der Faserlänge jedes Ballens. Es wird dem Eigentümer ausgehändigt. Bei Meinungsverschiedenheiten über das Ergebnis der Klassifizierung (des Ackerbauministeriums) kann das „Cotton Board" angerufen werden. Nach der Klassifizierung reicht der Eigentümer den Lagerschein dem Inspektionsbüro ein, damit das Gewicht notiert wird. Mit diesem und dem Gradzertifikat kann er, wie später noch gezeigt wird, die Ware zur effektiven Erfüllung andienen bezw. das Eigentumsrecht übertragen. Das Gradzertifikat hat unbegrenzte Gültigkeit. Dies gilt jedoch nicht für die Gewichtsangabe. Geschieht die Andienung später als einen Monat nach der offiziellen Gewichtsfeststellung, so muß das Gewicht erneut geprüft werden. Es genügt in diesem Falle aber auch, wenn dem Empfänger für jeden Ballen pro Monat ein halbes Pfund vergütet wird. Für den Baumwollhandel ist also charakteristisch, 1. Musterziehen und Wiegen durch das der Börse unterstehende Inspektionsbüro, und 2. Gradierung und Zertifikation durch das Ackerbauministerium bezw. seine Beamte.

Bevor das „Grain Standards Act 1916" angenommen wurde, hatte jede Börse ihre eigenen Getreide-Standards. Das Getreide-Standard-

Gesetz ermächtigte den Ackerbauminister, Grade und Standards für den Getreidehandel aufzustellen und die Gerichtsbarkeit über Inspektion und Gradierung auszuüben. Die Grade werden durch dieses Gesetz festgesetzt. Es bestand bereits eine Inspektions- und Klassifikations-Organisation, die von der Regierung übernommen und zugelassen wurde. Demgemäß geschieht das Probenehmen und Gradieren durch staatliche oder Börsenbeamte. Als Schiedsgericht tritt aber allein das Ackerbauministerium in Erscheinung. Bei Ankunft des Getreides werden die Proben von den Inspektoren genommen und die zu klassifizierenden Mengen von zugelassenen Angestellten des Lagerhauses oder der Börse oder des Staates gewogen. Das Inspektionszertifikat und der Wiegeschein werden dem Lagerhaus ausgeliefert, das den Lagerschein entsprechend ausstellt. Das Gradzertifikat ist nicht auf eine bestimmte Zeit ausgestellt. Da Baumwolle und Getreide besonderen Bestimmungen unterliegen, wurden sie gesondert behandelt. Die Methoden der Gradierung und Klassifizierung, die sich nicht nach Spezialgesetzen richten, sind für alle übrigen Terminwaren dieselben.

Die Grundlagen für die Klassifizierung der Börsenwaren bilden folgende Tatsachen: 1. Menge, 2. Lagerort, 3. Qualität, 4. Provenienz, 5. bei einigen Warengattungen die Ernte- bezw. Anfallszeit (Häute), 6. Behandlung von der Ernte bezw. des Anfalls bis zur Einlagerung, 7. äußere Marken und Kennzeichen der Waren.

Die Klassifikation einer bestimmten Warenmenge erfolgt auf Antrag des Eigentümers, der an das Inspektionsbüro der Börse zu richten ist. Zu diesem Zwecke werden die Dokumente (Lagerschein, Konnossement, Gesundheitsattest, Ursprungszertifikat — je nach der Warengattung) beim Inspektionsbüro eingereicht.

Ueber den Befund stellt das Inspektionsbüro ein Zertifikat[26]) aus, das je nach der Ware eine verschieden lange Zeit Gültigkeit hat. Die Kosten der Inspektion hat der Antragsteller zu bezahlen. Die Höhe der Zertifizierungsgebühr schwankt je nach der Art der Ware. Für Häute beträgt sie beispielsweise $ 60.—, für Kautschuk $ 15.— per Kontrakt[27]).

Das Zertifikat muß bei der effektiven Lieferung der Ware mit angedient werden.

---

[26]) Abbildung eines Zertifikates für Getreide, S. 45.
[27]) Börsenstatuten.

Lamson State of Illinois No. 9804.
Grain Inspection Certificate [28])

(Stempel) DEPARTMENT OF TRADE COMMERCE.

Division of Grain Inspection
General Office 175 Jackson Boul., Chicago.

in Inspection Chicago, Dec. 1., 193...

Fee

I hereby certify that I hold a licence under United States grain standards Act to inspect and grade the kind of grain covered by this certificate: that I am employed by the Department of Trade and Commerce of the State of Illinois as a deputy grain Inspector: that on the above I inspected and graded the following lot or parcel of grain: that the grade thereof, according to the official grain standards of the United States, is that stated below:

CAR Initial I. C. Car No. 26589 Carrier C. M. ST. D.
Containing FIVE 5 YELOW CORN Dockage %
Test Weight lbs. per bu. Moisture 20,6% Damaged %
Foreign Mtr. and Cracked Corn % Mhgy %
Remarks

The amount of grain covered by this certificate is appr. 1 car load unless otherwise stated. „This certificate covers inspection of grain while contained in above numbered car only, and does not represent the grade of grain after it has been unloaded or transferred".

Countersigned
Department of Trade and Commerce
Wm. Boys, Director.
Division of Grain Inspection. G. J. Cassidy.
licensed
Inspector.

Claims for review, re-inspection or appeals under the rules of the Public Utilities Commission of Ill. must be filed in this office within 24 hours from the time of initial inspection and before the grain spected shall have been unloaded or has left this District.

Chief
Grain
Inspector
per

[28]) Boyle, E. J. Speculation and the Chicago Board of Trade, 1929.

Auf diese Weise wird nachgeprüft, ob die gegen Terminkontrakt angediente Ware den offiziellen Börsenbedingungen entspricht. Die durch die öffentliche Klassifizierung der Ware erreichte Vereinfachung des Handels wurde noch einen Schritt weitergeführt durch Schaffung und Zulassung des Lagerscheins, der als Bindeglied zwischen Lagerwesen und Börse betrachtet werden kann[29]). Man kann sogar sagen, daß die Einführung des Lagerscheins an den Warenterminbörsen, diesen erst zu ihrer heutigen Bedeutung verholfen hat[30]).

Der Lagerschein ist zunächst Empfangsbescheinigung des Lagerhauses. Die Rechtssprechung hat aus ihm darüber hinaus ein Wertpapier, einen Schuldschein gemacht[31]). Der amerikanische Lagerschein ist Orderpapier und Traditionspapier. Bei der Eigentumsübertragung zur Erfüllung eines Kontraktes tritt dieser vollständig an die Stelle der Ware. (Repräsentationstheorie). Die Eigentumsübertragung mittels Lagerschein spart den Transport. Die Zirkulationsfähigkeit der Ware wächst hierdurch außerordentlich.

Die Darstellung des Vertragswesens hat gezeigt, daß sämtliche Bedingungen des Kontraktes, vom Preis abgesehen, dem Bestimmungswillen der Parteien entzogen und ein für alle Mal festgesetzt sind. Erst diese Reduzierung aller Kontraktbedingungen auf einen gemeinsamen Standard für alle an der Börse abgeschlossenen Geschäfte ermöglicht die Fungibilität als Voraussetzung eines ausgedehnten Warenterminhandels.

---

[29]) Muster eines Lagerscheines S. 47.
[30]) Hellauer, J., Nachrichten und Güterverkehr, Handelshochschule S. 191.
[31]) Culp, C. A. Annals a. a. O., S. 178.

Lagerschein für Getreide[32]).

F. ROSENBAUM Elevator A No. 40

Chicago, Ill.

Received in Store from Lawson

Fourteen hundred and 50 lbs. bushels

of TWO HARD WINTER WHEAT subject only

to the order hereon of JOHN DOE

and the surrender of the receipt and payment of charges.

It is hereby agreed by the holders of this receipt that the grain herein mentioned may be stored with other grain of the same grade by inspection; loss by fire or heating at owner's risk. This grain is subject to our advertized rates of storage.

CHICAGO ELEVATOR PROPERTIES, INC.
Lessee.

1400 bushels, 50 lbs.

This receipt should be reported and registered with the Register of the Illinois Grain Department of the Railroad and Warehouse Commission within twenty-four hours after its issue.

[32]) Hoffman, G. W., Future Trading upon organized Commodity Markets, Philadelphia 1932, S. 174.

cc. Wesen und Bedeutung des Einschußsystems (Margin-System).

aaa. Rechtsgrundlagen.

Oben wurde der Warenterminkontrakt als ein Kauf-, bezw. Verkaufsvertrag, definiert, der sich auf eine bestimmte Menge Ware einer bestimmten Qualität für einen gegebenen Monat bezieht. Die Erfüllung dieses Kontraktes liegt in der Zukunft (Future). Aus der letzteren Tatsache ergibt sich für beide Vertragsparteien, insbesondere aber, wenn sie einander vorher nicht kennen, das Bedürfnis, für die reibungslose Erfüllung des Vertrages eine Sicherheit zu erhalten. In jedem Terminkontrakt findet sich deshalb die Bestimmung, daß beide Parteien berechtigt sind, bei Abschluß des Vertrages oder später Sicherheit in Form eines Einschusses zu verlangen[33]). Im Baumwollterminkontrakt, der oben wiedergegeben wurde, lautet die betreffende Bestimmung: „Every Party may call for a margin as the variations of the market or like deliveries may warrant, which margin shall be kept good!" [34]) Jede Vertragspartei ist also berechtigt, bereits bei Abschluß des Vertrages Einschüsse (original margin) als Sicherheit zu verlangen. Soweit sich die Preisentwicklung bis zum Erfüllungsmonat verschiebt, kann die Partei, zu deren Gunsten sich die Preise geändert haben, Nachschüsse (margin for variation) verlangen.

Dies ist die allgemeine Rechtsgrundlage, die insbesondere als Basis für die Einschußforderungen von Börsenfirmen gegenüber ihren Kunden, die nicht Mitglieder der Börse sind, dient.

Die amerikanischen Warenterminbörsen haben alle ihre besonderen Abrechnungsstellen (clearing-house) und diejenigen Mitglieder der Börse, die regelmäßig aktiv am Börsenhandel teilnehmen, sind Mitglieder dieser Clearinghäuser. Durch diese Abrechnungsstellen ist das Einschußwesen organisiert und in allen Einzelheiten in den Statuten der Clearinghäuser geregelt. Ueber die Organisation und Einschaltung der Clearinghäuser in die Abwicklung der Terminkontrakte wird später gesprochen[35]).

Das Einschußwesen ist in der Weise geregelt, daß das Börsenmitglied, das dem Clearinghaus gegenüber offene Terminpositionen (Käufe oder Verkäufe, die nicht durch Gegengeschäfte im gleichen Monat ausgeglichen sind) hat, hierfür zunächst einen bestimmten Einschuß bezahlen muß. In den Statuten des Clearinghauses ist meist ein Mindestbetrag genannt, den das Mitglied für jeden offenen Kontrakt hinterlegen muß, während die Leitung des Clearinghauses von Zeit zu Zeit etwa notwendig werdende Erhöhungen dieser Mindestbeträge be-

---

[33]) Hellauer, J., System der Welthandelslehre, Berlin 1910, S. 444.
[34]) siehe oben S. 38.
[35]) siehe unten S. 75 ff.

stimmt. Um einige Beispiele zu geben, werden hier die Original-Einschüsse einiger Warenterminbörsen genannt[36]):

Baumwolle	$	500.—	per Kontrakt [38])
Zucker	$	250.—	„ „
Kaffee	$	250.—	„ „
Weizen	$	200.—	„ „
Mais	$	150.—	„ „
N. Y. Baumwollsaatöl	$	300.—	„ „
Kakao	$	300.—	„ „
Silber	$	1000.—	„ „
Gummi	$	400.—	„ „
Seide	$	300.—	„ „
Häute	$	400.—	„ „

In der nachstehenden Tabelle wird gezeigt, wie hoch der Prozentsatz des Original-Margin bei den gegenwärtigen Preisen (August 1933) für verschiedene Terminwaren ist:

Die Notierungen sind diejenigen des 15. 8. 1933.

Terminware loko	Preis 15. 8. 33	Kontraktmenge	Kontraktwert	Margin	%
Kautschuk	8 c/lb.	22.400 lbs	1.792.— $	150 $	9
Baumwolle	8,6 c/lb.	50.000 lbs	4.300.— $	300 $	7
Kaffee	7,5 c/lb.	32.500 lbs	2.437.— $	250 $	10

Die Originaleinschüsse sind, wie aus der Tabelle ersichtlich ist, verhältnismäßig gering, sodaß mit verhältnismäßig geringen flüssigen Mitteln größere Engagements aufrechterhalten werden können, wenn der nötige Kredit zur Verfügung steht. Allerdings handelt es sich hier um die Mindestsätze.

Zu diesen Einschüssen kommen nun weitere Beträge, die sich je nach der Preisveränderung erhöhen oder vermindern. Anders ausgedrückt: jedes Clearinghaus-Mitglied muß an das Clearinghaus für jeden offenen Kontrakt, nachdem es den Original-Einschuß (original margin) eingezahlt hat, die Differenz zwischen dem beim Vertragsabschluß vereinbarten Preis und dem in der Folge festgesetzten Terminmarktpreis entweder bezahlen, wenn sich aus dem neuen Preis ein Verlust für das Mitglied ergeben würde, oder es erhält die Differenz, wenn die Preisschwankungen einen Gewinn bedeuten würden. Diese zweite Art von Einschüssen wird wegen der Schwankungen, denen sie unterliegt, veränderliche Einschüsse (margins for variation) genannt.

bbb. Umfang und tatsächliche Anwendung der Einschüsse.

Bei dem Umfang der Einschüsse kommt es darauf an, ob beide Kontraktparteien Börsen- bezw. Clearinghausmitglieder sind oder nicht.

---

[36]) Lt. Mitteilung von Pierce & Co., New York, Sept. 1933.

Wenn ein Nicht-Börsenmitglied durch eine Börsenfirma einen Terminkontrakt abschließen läßt, so hat es bis zur Abwicklung des Geschäftes nichts mit dem Kontrahenten zu tun, sondern nur mit seinem Kommissionär. Diese Börsenfirma kann nun von ihrem Auftraggeber einen Einschuß, und zwar sowohl einen Originaleinschuß, als auch den für Preisänderungen (margin for variation) verlangen. Sie muß es aber nicht. Sofern ihr der Auftraggeber als kreditwürdig bekannt ist, wird sie von dem Verlangen nach Hinterlegung in der Regel absehen. Neben diesen beiden Arten von Einschüssen gibt es noch die sogenannten zusätzlichen Einschüsse (additional margins). Bei plötzlichen Preisschwankungen werden sie vom Direktorenrat des Clearinghauses eingefordert. Die Bemessung ihrer Höhe erfolgt durch das Clearinghaus. Die Einforderung erfolgt, wenn dieses der Ansicht ist, daß 30—50% der Originaleinschüsse durch die plötzlichen Preisschwankungen aufgezehrt sind [37]).

Handelt es sich jedoch bei dem Auftraggeber um eine Person oder Firma, deren Bonität der Börsenfirma unbekannt ist, so wird sie auf die Zahlung eines Einschusses im allgemeinen nicht verzichten.

Anders ist es bei den Börsenmitgliedern untereinander, die auch Mitglieder des Clearinghauses sind. Sie müssen für alle Kontrakte, die sie an das Clearinghaus leiten, aufgrund der Börsen- und Clearinghaus-Vorschriften die Einschüsse an das Clearinghaus leisten.

Es ist wohl zur klaren Wiedergabe des Wesens der Einschüsse am besten, die auf Seite 52 f. abgedruckten Formulare für die Abrechnung der Geschäfte an das Clearinghaus zu besprechen.

Aus diesen Formularen ist ersichtlich, daß der Einreicher am 8. Februar 1928 folgende offene Terminverpflichtungen hatte:

1. 7 offene Verkaufskontrakte
2. 2 Straddle[38])-Geschäfte.

Die Errechnung der zu leistenden Original-Einschüsse erfolgt unten in der Mitte des Formulars.

Da der Originaleinschuß pro Kontrakt an der Rohseidenbörse $ 250.— beträgt, so hat der Einreicher für seine 7 offenen Verkaufskontrakte 7 mal 250.— Dollars = 1.750.— Dollars zu zahlen.

Der Einschuß für Straddle-Positionen ist bei allen Börsen geringer.

Bei der Rohseidenbörse beträgt der Einschuß für Straddle-Positionen per Kontrakt $ 100.—. Der Einreicher des besprochenen

---

[37]) Baer, J. B. u. Woodruff, G. P., Commodity Exchanges, New York 1929, S. 58.

[38]) Eine Straddle-Position besteht dann, wenn einem Kaufkontrakt ein Verkaufkontrakt für einen anderen Monat gegenübersteht. Die Gefahr von Verlusten ist bei einer derartigen Position insofern geringer, als einem Verlust bei dem einen Kontrakt nahezu gleich großer Gewinn bei dem anderen Kontrakt gegenübersteht.

Formulars hat daher für die beiden Straddlekontrakte 2 mal 100 = 200.— $ zu bezahlen. Die gesamte Schuld für Original-Einschüsse beträgt somit $ 1.950.—. Wie aus dem Formular ersichtlich ist, beträgt das Guthaben des Einreichers beim Clearing-Haus $ 2000.—, sodaß er in diesem Falle eine Zahlung für Original-Einschüsse nicht zu leisten braucht, er wird vom Clearing-Haus entsprechend belastet.

Die Berechnung des variablen Einschusses (Margin for Variations) ist etwas komplizierter.

Aus den Spalten 7—9 des Formulars (S. 53 a) sind die verschiedenen offenen Kontrakte zu ersehen, die vom Vortage her aufrecht erhalten wurden. In Spalte 10 ist der Abrechnungspreis des Vortages für diese Kontrakte angegeben. Am Einreichungstage des Formulares waren die Preise höher als am Vortage, infolgedessen sind auch die Abrechnungspreise für den Clearing-Verkehr höher. Sie sind in Spalte 11 des Formulares angegeben. Der Einreicher hat, wie aus Spalte 7 ersichtlich, 4 Kontrakte per Monat Januar verkauft. Der Abrechnungspreis des Vortages betrug 4,9 cts. per lb. (490 Punkte), der Abrechnungspreis des Einreichungstages beträgt 4,91 cts. per lb. (491 Punkte). Er hat also, da er Käufer ist, 4 mal 1 Punkt gewonnen, die ihm, wie aus Spalte 13 ersichtlich, gutgeschrieben werden. Bei einem Verkauf tritt bei steigenden Preisen ein entsprechender Verlust, also eine Belastung des Einreichers ein, wie aus Spalte 12 zu ersehen ist.

Unter der Bezeichnung „Differences on old contracts" (Spalte 10 bis 11), werden die Gewinn- und Verlustpunkte aus der Preisbewegung seit dem Vortage einander gegenübergestellt, um dann mit den Gewinn- und Verlustpunkten aus den Geschäften des Einreichungstages zusammengefaßt zu werden. Auf diese Weise wird das Erfordernis für variable Einschüsse in die Berechnung der Schuld des Einreichers an das Clearing-Haus aufgenommen. Die variablen Einschüsse sind somit in dem Saldo auf Spalte 13 enthalten. In dem Formular liegt allerdings das Geschäft für den Einreicher günstig, sodaß gar keine Einbezahlung erforderlich, weil ein Kreditsaldo entstanden ist.

SILK.

Bought by 12 — J. JONES & CO.
and Contracts offered to

Commodity Exchange Clearing Association, Ltd.
for Clearance in Accordance with its By-Laws and Rules.

New York, 8/2/28 19...

From whom bought	Contracts	Month	Price	Settl. Price	Debit	Credit
12	1	March.	493	494		1
16	2		492			4
19	1		496		2	
26	4		496		8	
30	1		496		2	
30	1		495		1	
30	2		490			8
32	1		492			2
	13				13	15
2	1	July	494	498		4
6	2		491			14
8	1		494			4
	4					22
6	1	Aug.	498	499		1
7	1		498			1
	2					2
	19				13	39

SILK.

Statement of 12 — J. J

to the Commodity Exchange Clearin

This Memorandum must be deliveree as early as possible, but not later
net balance shown hereon, and also a separate check

RECAPITULATION

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Carried over for to-morrow			to day's trading			Carried ovnr from yesterday			settli
long	Month	short	bought	Month	sold	long	Month	short	yester
1	January			January	3	4	January		490
	February			February			February		
3	March		13	March	4		March	6	492
	April			April			April		
3	May			May	3	6	May		494
	June			June			June		
	July	2	4	July	3		July	3	496
2	August		2	August			August		
9	Total	2	19	Total	13	19	Total	9	Differ old

Transferable Notice	settling price	Original Margin Memorandum
stopped delivery issued date	yesterday debit credit	Net. Int. 7 Contracts à 250.— $
	to-day	Straddle 2 Contracts à 100.— $
		$
		Bonds à $
Total	total forward	Cash à $ 2
		Total $ 2
		check for deficiency (if any)

SILK.

Sold by 12 — J. JONES & CO.
and Contracts offered to

Commodity Exchange Clearing Association, Ltd.
for Clearance in Accordance with its By-Laws and Rules.

New York, 8/2/28 19...

To Whom Sold	Contracts	Month	Price	Sell. Price	Debit	Credit
16	1	Jan.	492	491		1
19	1		494			3
22	1		494			3
	3					7
2	2	March	493	494	2	
19	1		491		3	
26	1		490			2
	4				5	2
16	1	May	497	496		1
18	1		497			1
20	1		498			2
	3					4
26	1	July	497	498	1	
	1		498			
	1		499			
	3				1	1
	13				6	14

ddd. Gefahren des Einschußwesens.

Es wird häufig auf die Gefahren dieses Einschuß- bezw. Nachschußsystems hingewiesen[39]). Dies gilt nur für das zuerst beschriebene Verhältnis zwischen Nichtbörsenmitgliedern und Mitgliedern, die als Kommissionäre für sie auftreten. Nachdem die Zahlung für die Kontrakte erst bei ihrer Fälligkeit erforderlich ist, besteht auch für diejenigen ein großer Anreiz, sich am Börsenspiel zu beteiligen, die über keine großen Mittel verfügen. Demnach bringt das Einschußwesen eine Ausdehnung der Terminspekulation mit sich, die von den Börsenhändlern dahingehend ausgenutzt werden kann, daß sie gerade von diesen kleinen Außenseitern Nachschüsse verlangen, deren Höhe sie zwingen, ihre Terminposition aufzugeben. Dieses Vorgehen wird im amerikanischen Börsenjargon „to squeeze out margins" genannt und ist unbedingt als unerwünschte Folge des Einschußwesens anzusehen. Man kann ferner sagen, daß die Möglichkeit, mit einem mehr oder weniger geringen Einschuß größere Termingeschäfte durchzuführen, Leute zur Spekulation verlockt, die daraus keinen Vorteil ziehen können und deren Tätigkeit sich auch zum Nachteil für den Markt auswirkt, da sie nur Unsicherheit und Verstärkung der Preisschwankungen verursacht. Es ist auch vorgekommen, daß Börsenfirmen diese ihnen anvertrauten Mittel für eigene Spekulation benutzt und verloren haben.

dd. Die Preisfeststellung am Terminmarkt. Das System der Differenzberechnung. (Differentials, Premium, Discount).

Es ist bereits gesagt worden, daß Gegenstand des offiziellen Börsenterminkontraktes eine in den Satzungen der Börse bestimmte Menge einer bestimmten Qualität der Terminware ist. Diese Standardqualität (Basisgrad) allein wird an der Börse gehandelt. Der Preis hierfür wird nicht von der Börse festgesetzt, sondern entsteht dadurch, daß an der Börse die bietenden Händler für die zu verkaufenden beziehungsweise kaufenden Mengen und die betreffenden Liefermonate ihre Preise nennen und auf diese Weise mit dem, der sie annimmt, Abschlüsse tätigen. Der bei diesen Abschlüssen zwischen Verkäufer und Käufer vereinbarte Preis wird dann von den Börsenorganen registriert und veröffentlicht. Die technischen Einzelheiten werden bei der Besprechung der Abwicklung eines Terminkontraktes gezeigt[40]).

Die so zustandegekommenen Preise sind das Ergebnis der an der Börse vorhandenen Nachfrage und des Angebotes, die wiederum von den eingehenden Meldungen aus den effektiven Märkten, den Produktions- und Absatzgebieten, bestimmt werden. Sichtbare Vorräte der Terminware, Ernteaussichten, Versandmöglichkeiten, Absatzverschiebung usw. finden ihren sichtbaren Ausdruck in den so entstehenden Preisen.

---

[39]) siehe unten S. 111.
[40]) siehe unten S. 61 ff.

Wie bereits erwähnt und aus dem Kontrakt ersichtlich, kann gegen Terminkontrakt nicht nur der sogenannte Basisgrad, also der besondere Typ Ware, der der Klassifizierung der zum Börsenhandel zugelassenen Ware als Grundlage dient, geliefert werden, sondern eine ganze Reihe von Qualitäten (Graden) die in den Börsenstatuten beschrieben und aufgezählt sind.

Nachdem aber im Börsenhandel, wie bereits angedeutet wurde, nur Preise für den Standardgrad entstehen, muß für die übrigen gegen Terminkontrakt andienbaren Qualitäten der Ware von der Börse aus ein Preis bestimmt werden, zu dem die effektive Ware geliefert werden muß (Abrechnungspreis). Das Börsenorgan, das hier in Tätigkeit tritt, ist der Ausschuß für Differenzberechnung (Committee on Differentials).

Es sind nun verschiedene Methoden in Anwendung zur Festsetzung der Preise für diese verschiedenen andienbaren Qualitäten.

aaa. Fixe Preisdifferenzen.

Die Bestimmung der Abrechnungspreise erfolgt durch Feststellung von Zu- bezw. Abschlägen an dem im Terminkontrakt vereinbarten Preis für die Standardqualität.

Diese Abstufungen für bessere oder geringere Qualitäten als der Standardgrad können einfüralle Mal in den Börsenstatuten festgesetzt sein. Dieses System wird als das der festgesetzten Preisdifferenzen oder „fixed differentials" bezeichnet. Dieses System ist an fast allen Getreideterminbörsen. der New Yorker Kaffee- und Zuckerbörse und einigen kleineren Börsen im Gebrauch. Die Grade und die Differenzbeträge für die einzelnen Grade werden durch Abstimmung in der Mitgliederversammlung festgestellt. Sie bleiben dann auf unbestimmte Zeit inkraft und werden nur berichtigt, wenn die Umstände sich ganz wesentlich verändern. In der Praxis sind solche Veränderungen relativ selten, und so gelten dieselben Differenzen oft für eine ganze Reihe von Jahren. Als Beispiel sollen die Differenzen am Chicago Board of Trade dienen, die für das Jahr 1929 benutzt wurden. Mit Ausnahme einer zeitweiligen Aenderung von No. 3 White oats im Jahre 1928 und dem Wegfall von No. 4 1927, waren hier die Differenzbeträge seit 1925 immer dieselben, und erst 1931 trat wieder eine Aenderung ein, indem die Abzüge für Weizen und Roggen gestrichen wurden. Als Beispiel die Tabelle der Preisdifferenzen im Jahre 1929 am Chicago Board of Trade.

	Zuschlag oder Abzug Premium or Discount cts. per bushel.
Weizen (Wheat)	
No. 1 Hard Spring	+ 2
No. 1 Dark Hard Winter	+ 1½
No. 1 Dark Northern Spring	+ 1
No. 2 Dark Hard Winter	+ ½
Nos. 1 & 2 Hard Winter Nos. 1 & 2 Yellow Hard Winter Nos. 1 & 2 Red Spring No. 1 Northern Spring	zum Kontraktpreis

	No. 2 Dark Northern Spring	— 2
	No. 3 Dark Hard Winter	— 3
	No. 3 Hard Winter	— 5
	No. 3 Yellow Hard Winter	— 5
	No. 3 Red Winter	— 5
Andere Getreidearten: (Other Grains).		
Mais (Corn)	Nos. 1 & 2 White	+ 1/2
	Nos. 1 & 2 Yellow	+ 1/2
	Nos. 1 & 2 Mixed	zum Kontraktpreis
	No. 3 White	— 2
	No. 3 Yellow	— 2
	No. 3 Mixed	— 2 1/2
Hafer (Oats)	No. 1 White	+ 1/2
	No. 2 White	zum Kontraktpreis
	No. 3 White	— 1 1/2
Roggen (Rye)	Nos. 1 & 2 Ry	zum Kontraktpreis
	No. 3 Rye	— 5[41])

Es fällt bei diesem Beispiel des fixen Differenzsystems auf, daß die Zu- und Abschläge für über dem Basisgrad liegende Qualitäten weniger stark ansteigen als die Abzüge für Qualitäten, die unter dem Basisgrad liegen. Die Zuschläge für über dem Basisgrad liegende Qualitäten dieses Differenzsystems sind jedoch im Verhältnis zu den entsprechenden Qualitäten auf dem effektiven Markte zu niedrig. Die Folge davon ist, daß, wenn ein Verkäufer von Weizen die

Nr. 1 Hard Spring
Nr. 1 Dark Hard Winter
Nr. 1 Dark North Spring
Nr. 2 Dark Hard Winter

gegen Terminkontrakt andient, er einen niedrigeren Preis als beim Verkauf auf dem Kassamarkt erzielen würde. Da die Abzüge für unter dem Basisgrad liegende Weizenqualitäten im Verhältnis zu den entsprechenden Qualitäten des effektiven Marktes zu groß sind, würde der Verkäufer bei Andienung dieser Grade ebenfalls einen Verlust erleiden.

Aehnlich liegen die Verhältnisse bei den als Basisgrad bezeichneten Nummern:

Nr. 1 und 2 Hard Winter
Nr. 1 und 2 Yellow Hard Winter
Nr. 1 und 2 Red Hard Winter
Nr. 1 Northern Spring.

Obwohl diese 7 Qualitäten bei Andienung gegen Terminkontrakt mit dem Kontraktpreis abgerechnet werden, besteht auf dem Kassamarkt

---

[41]) Hoffman, G. W., Future Trading upon Organized Commodity Markets, Philadelphia 1932, S. 281.

zwischen den 4 Nummern 1 und den 3 Nr. 2 ein Qualitäts- bezw. Preisunterschied. Das Billigste im Verhältnis zur Terminnotierung, was am Chicagoer Getreidemarkt im allgemeinen gehandelt wird, sind die oben erwähnten 3 Nr. 2, während die 4 Nr. 1 dort höher im Preise stehen. Der Verkäufer steht sich daher am besten, wenn er gegen Terminkontrakt eine der 3 Nr. 2 andient. Die Folge hiervon ist, daß 1) im allgemeinen in Chicago gegen Terminkontrakt diese 3 Nr. 2 angedient werden und 2), daß der Terminpreis in erster Linie den Preis dieser 3 Qualitäten des effektiven Marktes widerspiegelt.

Das hier beschriebene System der festen Differenzen für Weizen entspricht mit seinen Zu- bezw. Abschlägen nicht mehr den Qualitätsunterschieden auf dem effektiven Weizenmarkt. Die Praxis hat jedoch diesen Verhältnissen Rechnung getragen und dadurch diesen Mangel in der Anwendung dieses Systems behoben.

Die Anwendung des Systems der festen Differenzen erfolgt also solange reibungslos, als die Zu- und Abschläge den tatsächlichen Qualitäts- und Preisunterschieden des Effektivmarktes entsprechen. Um die Qualitäten von Terminware und Effektivware im entsprechenden Verhältnis zu erhalten, müssen daher die Zu- und Abschläge von Zeit zu Zeit den Qualitätsunterschieden auf dem Kassamarkt angepaßt werden.

bbb. Veränderliche Preisdifferenz.

Das System der veränderlichen Preisdifferenz besteht darin, daß in gewissen Zeitabständen, alle 14 Tage oder monatlich, aufgrund der tatsächlichen Marktverhältnisse vom Ausschuß für Differenzen die Abstufungen festgesetzt werden (variable or periodic differentials). Dieses System ist bei der Rohseidebörse, der Kautschukbörse und einigen anderen New Yorker Warenterminbörsen üblich. Hier besteht ein besonderer Berichtigungsausschuß, der regelmäßig zusammentritt, um die Preisdifferenzen festzusetzen. So besteht z. B. bei der Rohseidebörse der Berichtigungsausschuß aus 9 Mitgliedern, von denen drei dem Direktorenrat angehören. Dieser Ausschuß hält gegen Ende des Monats eine Sitzung ab, bei der die Differenzbeträge festgelegt und veröffentlicht werden für die Abrechnung im nächsten Monat. Die Börsenvorschriften sehen vor, daß der Ausschuß jederzeit, wenn es notwendig erscheint, einberufen werden kann, um neue Differenzbeträge zu bestimmen, die dann am nächsten Tag Gültigkeit haben.

Commodity Exchange, Inc.
Rubber „A" Contract.

New York, N. Y. ..... 19...

A. B. & Co. have this day $\frac{\text{bought}}{\text{sold}}$ and agreed to $\frac{\text{deliver to}}{\text{receive from}}$

.....

[42]) Hoffman a. a. O., S. 280 ff.

Ten (10) Tons, (22400 pounds) of Hevea Plantation Rubber at the price of . . . . . cents per pound, the seller having the option to deliver No. 1 Ribbed Smoked Sheets (Exchange Rubber Type), No. 1 Thin Crepe (Exchange Rubber Type) or No. 1 Thick Crepe (Exchange Rubber Type) at the above mentioned price or other grades or qualities (Exchange Rubber Type) with deductions, all in accordance with the provisions of the By-Laws, Rules and Regulations of Commodity Exchange, Inc. deliverable from warehouse or on dock, in the Port of New York, provided that on the day of delivery there is no United States Government import tax or duty in effect in respect to the rubber tendered, otherwise deliverable from bonded warehouse or in bond on dock in the Port of New York, all on accordance with the provisions of the By-Laws, Rules and Regulations of Commodity Exchange, Inc., such delivery to be made between the first and last delivery days of . . . . . inclusive, the delivery within such time to be at sellers option, upon notice to the buyer as provided by the By-Laws and Rules of Commodity Exchange Inc.

Either party may call for a margin, as the variation of the market for like deliveries may warrant, which margin shall be kept good.

This contract is made in view of, and in all respects subject to the By-Laws, Rules and Regulations established by Commodity Exchange, Inc.

For and in consideration of One Dollar ($ 1.—) to the undersigned, in hand paid, receipt whereof is hereby acknowledged, the undersigned accepts this contract with all its obligations and conditions.

Die Zu- bezw. Abschläge, zum bezw. vom Basisgrad können so ziemlich genau den auftretenden Qualitätsunterschieden am Effektivmarkt angepaßt werden. Hierdurch ist das System der veränderten Differenzen dem System der fixen Differenzen überlegen.

ccc. Kommerzielle Differenzen.

Diese 3. Art von Differenzberechnung wird von den Baumwollbörsen gebraucht. Es sind die sogenannten kommerziellen Preisabstufungen (commercial differentials). Hier werden täglich nach der Marktlage einer Reihe von Kassamärkten die Preis-Zu- bezw. -Abschläge für die verschiedenen andienbaren Qualitäten bestimmt.

§ 6 des Cotton Future Act gibt die Richtlinien für die Festsetzung der kommerziellen Differenzen für alle Baumwollbörsen. Als dieses Gesetz 1916 erlassen wurde, galt dieser Paragraph nicht für die New Orleans Baumwollbörse, da dort bereits ein sehr wirksames System kommerzieller Differenzen vorhanden war. Aber 1927 wurde die Anwendung dieses Gesetzes auch auf New Orleans ausgedehnt. Es wird hier bestimmt, daß: „the differences above or below the contract price which the receiver shall pay for cotton of grades above or below the basis grade ..... shall be determined by the actual commercial differences in value thereof upon the sixth business day prior to the day fixed ..... for the delivery of cotton on the contract, established by the sale of spot cotton in the spot markets of not less than 5 places

designated for the purpose from time to time by the Secretary of Agriculture . . . . ."[43]).

Der Ackerbauminister hat angeordnet, daß die tägliche Festsetzung der Differenzen aufgrund der Preise von zehn verschiedenen Baumwollmärkten erfolgt. Nämlich: Norfolk, Augusta, Savannah, Montgomery, Memphis, Little Rock, Dallas, Houston, Galveston, New Orleans[44]).

Das heutige kommerzielle Differenzsystem gibt Käufer und Verkäufer die Versicherung, daß jederzeit, wenn ein anderer als der Basisgrad angedient wird, die Differenz den tatsächlichen Preisunterschieden auf dem Kassamarkt entspricht. Bei der praktischen Durchführung dieses Systems zeigen sich jedoch auch einige Mängel. Die Ausschüsse zehn verschiedener Märkte sind verpflichtet, die täglichen Kassapreise, gemäß dem Cotton Futures Act zu berichten. Diese Ausschüsse setzen sich aus Männern zusammen, die ständig im Baumwollhandel tätig sind und deren Sonderinteressen nicht selten die weiterzugebenden Preise beeinflussen.

Die zweite Beeinträchtigung der Vorteile dieses Systems ist die Schwierigkeit, einen genauen Kurs für jeden der verschiedenen Grade an den zehn Märkten zu bekommen. Hauptsächlich gegen Ende der Erntesaison kann es vorkommen, daß während einiger Wochen überhaupt keine oder sehr wenig effektiven Verkäufe getätigt werden und der Ausschuß deshalb gezwungen ist, umständliche Berechnungen anzustellen, um Vergleichsziffern für die verschiedenen Grade zu bekommen[45]) [46]). Der dritte Mangel, den dieses System aufweist, zeigt sich beim Eingehen von Sicherungsarbitragen (Hedges). Wenn z. B. der Händler effektiv kauft und dieselbe Menge Termin verkauft, so soll dieses „hedging" ihn nicht nur gegen einen Preisfall sichern, sondern einen Maßstab geben, mit dem er den Preis beim Weiterverkauf berechnen kann. Beim fixen Differenzsystem weiß er z. Zt. des Kaufs schon, wie groß der Abzug wäre, wenn er die Ware gegen den Terminkontrakt andienen würde, aber beim kommerziellen Differenzsystem ist das nicht möglich vor dem Tag, an dem er den Andienungsschein dem Käufer weitergibt. Da die tatsächliche Lieferung gegen Terminkontrakt selten ist, fällt dieser Mangel nicht so sehr ins Gewicht, obwohl die fortwährende Ungewißheit über den Lieferungspreis sehr viel Unannehmlichkeiten mit sich bringen kann[47]).

ddd. Kombinierte Differenzen.

Ein interessantes, kombiniertes System der Preisberechnung wird an der New Yorker Häutebörse benutzt. Hier wird das System der festen Preisabstufungen mit dem der periodisch veränderlichen vereinigt.

---

[43]) s. Anhang S. —o— ff.
[44]) Smith, J. G., Organised Produce Markets, London, 1922, S. 60.
[45]) Report of the Commissionar of Corporations on Cotton Ex., Part IV, opp. S. 47.
[46]) Regulations of the Secretary of Agriculture under the U. S. Cotton Futures Act, R. 15.36.
[47]) Hubbard, W. H., Cotton & the Cotton Market, S. 358—359.

Feste Preisdifferenzen sind festgesetzt für die Unterschiede, die sich aus Jahreszeit und Zeitpunkt des Anfalls der Häute und den verschiedenen Qualitäten, die damit zusammenhängen, ergeben. So sind für Packer- und Typ Packerhäute bei Andienung gegen Börsenkontrakt folgende Abzüge (discount) in den Satzungen festgesetzt:

> Januar 9 %, Februar 12 %, März 12 %, April 9 %, Mai 6 %, Juni 3 %, Juli keine, August keine, September keine, Oktober 2 %, November 4 %, Dezember 6 %.

Bei Andienung von Frigorificos werden gemäß den Satzungen folgende Abzüge (discount) gemacht:

> Januar und Februar keine, März 3 %, April 5 %, Mai 5 %, Juni 7 %, Juli 7 %, August 7 %, September 5 %, Oktober 5 %, November 3 %, Dezember keine.

Außerdem sind feste Preisdifferenzen in den Satzungen für besondere Typen von Häuten vorgesehen, so z. B. ist für Packerhäute ein Aufschlag (premium) von 4 % zu bezahlen[48]).

Die periodisch schwankenden Differenzen werden durch den Berichtigungsausschuß halbmonatlich für die Qualitätsunterschiede der verschiedenen Grade festgestellt.

Keines dieser Systeme kann so vollkommen sein, daß nicht gelegentlich Verluste infolge der Schwierigkeit der Anpassung an die effektiven Preise entstehen könnten.

Das Ergebnis der vorausgehenden Ausführungen kann wie folgt zusammengefaßt werden:

1. Bei allen Terminkontrakten, gegen welche mehrere Warengrade angedient werden dürfen, sollte der Basisgrad bezw. die Basisgrade eine Qualität darstellen, die derjenigen des größten Teils der letzten Ernte entspricht.
2. Das Differenzsystem (bezw. die Zu- und Abschläge) sollte derartig aufgebaut werden, daß der an der Börse für den Basis-Grad notierte Terminpreis nur den Effektivpreis, der unter Punkt 1 erwähnten Qualität, widerspiegelt. Dieses ist die wichtigste Voraussetzung für das reibungslose Funktionieren des Differenzsystems.
3. Es sollte nicht der Versuch gemacht werden, ein Differenzsystem aufzubauen, bei dessen Anwendung ein möglichst großer Teil der sichtbaren Vorräte der Terminware gegen Terminkontrakt angedient werden kann. Der Terminkontrakt ist ein Instrument für die Sicherungsarbitrage und der Spekulation und wird nur gelegentlich zum effektiv erfüllten Warenkontrakt.
4. Der Aufbau des Differenzsystems sollte frei von persönlichen Interessen erfolgen. Am besten für die Bemessung der Zu- und Abschläge sind rein physikalische Unterscheidungsmerkmale der betreffenden Warenqualitäten.

---

[48]) By-Laws of the New York Hide Exchange, S. 49.

5. Wenn die effektiven Vorräte der Basisqualität der Börsenware Jahr für Jahr ungefähr gleich groß sind, und sich relativ kleine Preisänderungen zwischen den verschiedenen über und unter dem Basisgrad liegenden Qualitäten ergeben, dann sind die Voraussetzungen für die Anwendung des Systems der fixen Differenzen gegeben.
6. Wenn das System der veränderlichen Differenzen angewendet wird, sollten die Veränderungen so selten wie nur möglich vorgenommen werden und dann immer so, daß zum Basisgrad die am leichtesten lieferbare Qualität der Effektivware gewählt wird.
7. Soweit das System der kommerziellen Differenzen Anwendung findet, sollten bei der Festlegung, die bekanntlich täglich erfolgt, jede persönliche Beeinflussung ausgeschlossen werden. Zur größeren Sicherheit für die Richtigkeit der Differenzen schlägt Hoffman vor, daß allgemein die errechneten Aufschläge um 5 % vermindert und die Abzüge um 5 % erhöht werden sollten. Hoffman glaubt, daß durch diese Maßnahmen der Terminpreis immer den Basisgrad widerspiegeln wird[49]).

b. Abschluß und Abwicklung des Warentermingeschäfts.

Nachdem in den vorhergehenden Abschnitten die Grundelemente des Börsenterminwesens, Kontraktparteien, Kontraktware und sonstige Kontraktbedingungen besprochen und somit die Voraussetzung für das Verständnis des Börsenterminwesens geschaffen wurde, können jetzt die einzelnen Vorfälle an der Börse, von der Eingehung bis zur Abwicklung der Geschäfte gezeigt werden.

aa. Eingehung des Terminkontraktes.

An allen Börsen werden in den Satzungen die bestimmten Geschäftsstunden, innerhalb welcher sich das Geschäft abspielt, genau angegeben. Um innerhalb dieser Geschäftszeit die Abschlüsse noch enger auf einen Zeitpunkt zu konzentrieren, wurden die sogenannten „Calls“ [50]) eingerichtet. Ein Call ist ein auktionsartiger Aufruf und kommt dadurch zustande, daß der Sekretär zu einer bestimmten Zeit von der Empore der Börse die einzelnen Liefermonate öffentlich ausruft und dadurch die Besucher der Börse zum Bieten, d. h. Kaufen und Verkaufen auffordert. Jedes beim „Call“ zustande gekommene Geschäft wird vom Sekretär mit seinen Einzelheiten notiert und diese an einer besonderen Tafel öffentlich kenntlich gemacht. Der Aufruf der Monate und die Aufforderung zum Bieten erfolgen zweimal hintereinander. Die ganze Veranstaltung dauert 10—15 Minuten.

---

[49]) Hoffman, G. W., Future Trading upon Organised Commodity Markets, Philadelphia 1932, S. 303.
[50]) Hellauer, J., Welthandelslehre a. a. O., S. 250.

Dieser sogenannte „Public Call" ist in seiner Bedeutung für die Abwicklung der Geschäfte vielfach überschätzt worden. In den Satzungen der Börse spielt er immer noch eine Rolle, in Wirklichkeit ist er jedoch veraltet. Heute kommt an den Börsen nur noch der „Opening Call", der Aufruf zu Beginn der Geschäftsstunden, vor. Der Sekretär der Börse eröffnet von einer Empore des Börsenraumes täglich damit die Börse, indem er jeden einzelnen Liefermonat aufruft.

Die zustande gekommenen Geschäfte werden gleich an der schwarzen Tafel notiert, wo sich die Börsenbesucher über die herrschende Tendenz jederzeit orientieren können. Hieran schließt sich dann der laufende Börsenhandel am „Pit" an, dem heute wesentlich größere Bedeutung zukommt. Auch die einzelnen Geschäftsabschlüsse am Pit werden sogleich zur Veröffentlichung an die Börsenbeamten weitergegeben und erscheinen an der schwarzen Tafel, nur wenige Sekunden nach erfolgtem Abschluß.

bb. Durchführung eines Warentermingeschäftes.

Es soll nun die Durchführung eines Börsenabschlusses verfolgt werden. Nach den beteiligten Personen können 3 Arten von Börsenabschlüssen unterschieden werden:

1. ein Abschluß zwischen Börsenmitgliedern:

A——————————————————————B

A ist der Verkäufer, B ist der Käufer, beide sind Börsenmitglieder und handeln in eigenem Namen und auf eigene Rechnung.

2. ein Abschluß zwischen 2 Nichtmitgliedern durch Vermittlung von 2 Kommissionären:

A——————A'——————————B'——————B

A ist der Verkäufer, B der Käufer, A' und B' sind Kommissionäre. Hierbei ist zu beachten, daß, da die Kommissionäre die Geschäfte im eigenen Namen (aber für fremde Rechnung) durchführen, in den äußeren Kreisen, A A' und B B', A' zum Käufer und B' zum Verkäufer wird, während im inneren Kreis zwischen A' B' (Innenverhältnis) dasselbe Verhältnis besteht, wie wenn 2 Börsenmitglieder zusammen abschließen. A' und B' treten selbst in die von ihnen abgeschlossenen Geschäfte ein, sodaß also der Verkäufer A und der Käufer B sich nicht kennen lernen und, rein formell betrachtet, nie etwas mit einander zu tun haben. Der Zusammenhang ist materiell wirtschaftlicher Art.

3. ein Abschluß zwischen 2 Börsenmitgliedern über 2 Makler (floor broker):

A——————AM——————————BM——————B

A und B sind Börsenmitglieder, AM und BM sind die beiden Vermittler. AM und BM handeln aber auf fremde Rechnung und in fremdem Namen, d. h. sie geben nach Abschluß der Geschäfte die

Namen ihrer Auftraggeber an und die Abrechnung des Geschäftes erfolgt direkt zwischen A und B.

Es sind nun auch noch Kombinationen[51]) zwischen den 3 hier beschriebenen Geschäftstypen möglich, etwa: Verkäufer—Kommissionär —Börsenmitglied als Einzelhändler oder Verkäufer—Makler—Börsen mitglied, dadurch ändert sich aber am Wesen des einzelnen Geschäftes nichts.

Zur Beschreibung einer Börsentransaktion mit ihren technischen Einzelheiten wird der Fall 2 als besonders typisch gewählt, die anderen Fälle lassen sich daraus ohne weiteres ableiten und ergänzen.

Wie schon bereits oben angedeutet, kann man hier 2 äußere Geschäftskreise A A' und B B' und einen inneren Geschäftskreis A' B' unterscheiden.

In den äußeren bezw. die äußeren Geschäftskreise gehören folgende Geschäftsvorfälle:

1. Auftrag (order).
2. Auftragsbestätigung.
3. Buchungsvorgang beim Kommissionär nach Durchführung des Geschäftes an der Börse (Berührung des inneren Kreises).
4. Buchungsvorgang beim Kommissionär.
5. Mitteilung und Abrechnung an den Kunden.
6. Einschußanforderung.

Zum inneren Geschäftskreis gehören:

1. Uebermittlung des Auftrages vom Büro der Kommissionärsfirma an ihre Angestellten an der Börse.
2. Abschluß des Geschäftes an der Börse.
3. Oeffentliche Notierung.
4. Bericht von der Börse an die Börsenfirma.
5. Austausch der Schlußnoten bei Börsenschluß.
6. Interne Buchungsvorgänge bei der Börsenfirma.
7. Abrechnung durch das bezw. mit dem Clearing-house.

Der Auftrag:

Bei der besonderen Technik an den Warenterminbörsen gibt es außer Kauf- und Verkauf- noch andere Orders, die einen komplizierteren Vorgang als nur Kauf oder Verkauf umfassen, es sind dies die „Spreading" und „Switching" Orders. Sie umschließen einen gleichzeitigen Kauf und Verkauf zu einem ganz bestimmten Spekulations- oder Sicherungszweck[52]).

Die Aufträge können genau wie an jeder Effektenbörse limitiert und zwar hinsichtlich der Zeit und des Kurses sein (limited with respect to time), sie können aber auch bestens (at the market) und billigstens nach eigenem Ermessen (discretionary order), sein.

---

[51]) Schmidt, F., Die Effektenbörse und ihre Geschäfte, Leipzig, 1921, S. 24.

[52]) Hoffman, G. W., a. a. O., S. 179.

Wir nehmen nun an, daß die Firma A in X der Firma A', Kommissionshaus und Mitglied der Commodity Exchange Inc. New York, am 2. Januar telefonisch den Auftrag gibt „Sell 10 May Rubber at the market", also 224000 lbs. Kautschuk bestens für Mai Termin zu verkaufen. Dieser Auftrag wird von einem Angestellten der Firma A' in New York angenommen und mündlich bestätigt. Damit ist der erste Teil des Geschäftes im äußeren Kreis A A' abgeschlossen. Es beginnt der innere Kreislauf A'—B'. Der Beamte der Börsenfirma A' in New York notiert zunächst die Order, stempelt das Datum und erteilt dem Auftrag eine Nummer. Außerdem wird der Auftrag gleich in den Büchern der Firma gebucht. Jedes derartige Kommissionshaus hat direkte Telefonleitung zur Börse. Der Auftrag wird nun mit der ihm zugeteilten Nummer telefonisch an einen Angestellten der Börsenfirma im Börsensaal weitergegeben. Der Angestellte dort nimmt also den Auftrag auf und übermittelt ihn sofort dem Vertreter seiner Firma, der die Geschäfte am „Pit" ausführt.

Wie oben angegeben, handelt es sich um einen „bestens" Auftrag. Der Kunde hat die Wahrung seiner Interessen beim Verkauf des vorgeschriebenen Quantums der Börsenfirma überlassen. Der Börsenhändler sieht, nach Erhalt der Order, auf der schwarzen Tafel nach, zu welchem Preis Kontrakte für Mai-Termin an diesem Tage bereits gehandelt worden sind. Der letzte Preis war cts. 40.19. Neue Nachrichten über Ernteausfall, sichtbare Vorräte und Verschiffungsmöglichkeiten sind inzwischen nicht eingegangen. Der Börsenhändler bietet nun cts. 40.20. Da sich zu diesem Preise niemand findet, der kaufen möchte, senkt er sein Gebot um 10 Punkte. Daraufhin gibt ihm ein anderer Börsenhändler durch ein Zeichen mit der Hand zu verstehen, daß er zu dem genannten Preis, cts. 40.10, annimmt. Damit ist der Kontrakt zustande gekommen.

Der Abschluß wird auf der schwarzen Tafel notiert, in den Büchern der Börse zur Weitergabe ans Clearinghaus registriert und gleichzeitig durch den Fernschreiber (Ticker) an alle angeschlossenen Firmen weitergeleitet. Der Börsenhändler läßt den erfolgten Abschluß außerdem telefonisch an seine Firma melden. Diese ganze Transaktion hat sich in allerkürzester Zeit vollzogen.

Unmittelbar bei Abschluß des Geschäftes haben die beiden Börsenhändler die Einzelheiten in einem kleinen Buch[53]) notiert. Nach dieser Aufzeichnung wird am Schluß der Börsenstunden eine Schlußnote[53]) (contract slip) ausgestellt, unterzeichnet und dem Kontrahenten ausgehändigt[54]) [55]).

Nach Rückkehr von der Börse wird der „contract slip" entsprechend seinem Inhalt in den Büchern der Börsenfirmen verbucht und danach die Kontraktformulare ausgefüllt, die dann dem Clearinghaus zur Abrechnung übersandt werden. Der Kontrakttext enthält die Bestimmung, daß bei Abschluß jedes Geschäftes jeweils ein Handgeld in Höhe von

---

[53]) 2 Formulare S. 66.
[54]) Rubber Contract S. 57.
[55]) Hellauer, J., Handelsverkehrslehre, Handelshochschule, S. 250.

$ 1.— zu zahlen ist. Nach Zahlung dieses Handgeldes verpflichtet sich der Vertragsgegner nochmals ausdrücklich zur Einhaltung der Kontraktbedingungen[58]). Damit wäre der innere Kreis des Geschäftsvorfalles geschlossen, die Firma A' hat einen Verkaufkontrakt und die Firma B' einen Kaufkontrakt beim Clearinghaus eingereicht. Man sagt in diesem Falle, A' ist „short", B' „long". Um den weiteren Verlauf der Geschäftsvorfälle im äußeren Kreise zu zeigen, genügt es zu sagen, was zwischen A und A' noch zu erledigen ist, denn das Verfahren zwischen Kommissionshaus und Kunden ist dasselbe, ob es sich um Kauf oder Verkauf handelt, nur daß bei einem Kauf das Konto des Kunden belastet, beim Verkauf der Betrag gutgeschrieben wird.

A wird also in unserem Fall von der Kommissionsfirma mit dem Betrag, den er für die 10 verkauften Maikontrakte zu erhalten hat, erkannt, außerdem für Kommissionsgebühr (Steuer) und für Einschuß (Original Margin) belastet. Kommissionsgebühr beträgt $ 250.—, Steuer, $ 44,95 und 10% Einschuß $ 8982,40. Der Einschuß kann wegfallen, wenn der Kunde einen Kaufauftrag über dieselbe Menge gibt.

Der Kunde A erhält eine schriftliche Abrechnung, aus welcher seine Verpflichtung gegenüber dem Kommissionshaus zu ersehen ist. Dabei ist zu beachten, daß die Kommissionsgebühr für einheimische Nichtmitglieder doppelt so hoch ist, als diejenige für einheimische Mitglieder. Die Abrechnung enthält noch den Hinweis, daß der Kontrakt gemäß den Satzungen und unter Beachtung der Geschäftsbedingungen der Commodity Exchange of New York abgeschlossen wurde. Mit der Verrechnung des Betrages von A an A' ist auch der 2. äußere Kreis der Börsentransaktion geschlossen.

Maklerbuch :

Hevea & Co.
Commodity Exchange, Inc.
Bought January 19..

From		Contracts	Month	Price	Account
Latex	Latex	10	May	4010	VIII
Pewers	Dixon	4	Dec.	3990	V
Ress	Lewit	3	March	3980	VI
Mitchard	Setton	4	July	4010	VII
Drake	Gambe	7	Jan.	3970	V
Pitt	Doran	2	Feb.	3970	V

[58]) Baer, Julius, B., Woodruff George P., Commodity Exchanges, S. 76.

Maklerbuch :

Latex & Co.

Commodity Exchange, Inc.

Sold January 19...

To		Contracts	Month	Price	Account
Allet	Hevea	10	May	4080	I
Herris	Veelat	7	Dec.	3990	II
Pulet	Stevenson	3	Jan.	3990	III
Orth	Willis	8	Mar.	3980	III
Lech	Mc.Arthur	4	May	4000	II
Dewitt	Trenton	2	July	4010	IV

Schlußnote :

New York .....

Seller :

Buyer :

Subject to the By-Laws and Rules of Commodity Exchange, Inc.

Designation and Number of Contracts of (Name of Commodity)	Delivery during	Price

Atty.

New York .....

Buyer :

Seller :

Subject to the By-Laws and Rules of Commodity Exchange, Inc.

Designation and Number of Contracts of (Name of Commodity)	Delivery during	Price

Atty.

cc. Abwicklung der Terminverpfichtung.

Am Ende der Termintransaktion, wie sie im vorigen Abschnitt dargestellt wurde, ergibt sich folgendes Bild:

A ist Verkäufer beim Kommissionär A' für 10 Kontrakte für Maitermin,
A' ist Verkäufer beim Clearinghaus für 10 Kontrakte für den Maitermin.

Diese Stellung nennt man „short".

B' ist Käufer beim Clearinghaus von 10 Kontrakten für Maitermin,
B ist Käufer beim Kommissionär B' von 10 Kontrakten für Maitermin.

Diese Position wird mit „long" bezeichnet.

Wären A und B selbst Mitglieder der Börse, so könnten A' und B' wegfallen, wenn sie selbst die Geschäfte an der Börse abschließen würden. Anstelle von Kommissionsgebühr tritt dann eine geringere Kontraktgebühr, die an die Börse zu zahlen ist[57]).

Die Abwicklung der bestehenden Terminverpflichtungen A A' und A' Clearinghouse, B' Clearinghouse und B B' ist nun wiederum auf 2 Arten möglich.

aaa. Offsetting.

Die gebräuchlichste Methode[58]) der Abwicklung von Terminpositionen ist das „Offsetting", d. h. der Abschluß eines Geschäftes entgegengesetzter Richtung, also bei bestehendem Kaufabschluß eines Verkaufs und bei Verkaufsabschluß eines Kaufes des gleichen Quantums (in unserem Falle 10 Kontrakte) für denselben Monat (Mai) und Verrechnung der dabei entstehenden Differenzen.

Es wird wieder auf das oben erwähnte Beispiel zurückgegriffen. Auch die Betrachtung der 2 Kreise, eines inneren zwischen A' und B', den beiden Kommissionären, und 2 entsprechenden äußeren, zwischen A A' und B B' erweist sich zur Verdeutlichung wiederum zweckmäßig.

A war Verkäufer bei A' für 10 Kontrakte Mai-Kautschuk zu cts. 40,10. Zur Glattstellung gibt A an A' einige Tage oder einen Monat später eine Order zum Kauf von 10 Kontrakten Mai-Kautschuk und zwar wieder bestens. Nun wiederholt sich der technische Vorgang zunächst, wie er oben bei dem Verkaufsabschluß dargestellt wurde. Nach Durchführung des Kaufs, der zu einem Preis von cts. 40,20 vorgenommen wurde, hat sich A seiner Terminverpflichtung entledigt. Das Termingeschäft ist glattgestellt, „offset".

Nach Ausführung des Kaufs hat A von A' die entsprechende Bestätigung des Geschäftes erhalten und einige Tage später geht ihm die Abrechnung über die gesamte Transaktion zu. Auf diesem Kontoauszug[59]) sind auch die Kommissionsgebühren und Steuer, sowie der

[57]) Siehe Baer, Julius, B., u. Woodruff, George, P., a. a. O. S. 288, außerdem: Steuer beträgt 5 ct. per $ 100.— des Verkaufswertes, für Mitglieder und Nichtmitglieder gleich.

[58]) 99 % aller Terminkontrakte werden ausgeglichen. Hoffman, G. W., Future Trading upon organised Commodity Exchanges, Philadelphia, 1932, S. 170.

[59]) Siehe Formular S. 53 a.

Einschuß (wenn ein solcher erhoben wurde) verrechnet. Bleibt als Saldo ein Gewinn, so erhält A einen entsprechenden Scheck zugesandt, entsteht (wie in unserem Fall) ein Verlust, so zieht A' auf A eine Tratte.

New York, January 10, 1930[60]).

Account Purchase and Sale of 10 May Rubber.
By Raymond B. Lee & Co.
For Account and Risk of A.

2/1	Sold	10 May Rubber	40,10	8.982.40
10/1	Bought	10 May Rubber	40,20	9.004.80
			Loss	22.40
			Commission	50.—
			Tax	4.55
			To your Dbt.	76.95

Ganz entsprechend vollzieht sich die Abwicklung der Terminposition des B' dem B gegenüber. Dabei ist zu beachten, daß die beiden Glattstellungen nicht gleichzeitig vorgenommen werden müssen, da A und B ja weder voneinander wissen, noch irgend etwas miteinander zu tun haben. Zur Glattstellung für B ist es notwendig, daß er seinem Kommissionär B' einen Verkaufsauftrag (in unserem Beispiel war B im 1. Geschäft Käufer) aufgibt. Dann erfolgt hier die Abrechnung genau in derselben Weise, wie bei A A'. Im Innenkreis zwischen A' und Clearinghaus und B' und Clearinghaus vollzieht sich der Ausgleich (offsetting) analog. Nach Abschluß des beschriebenen (1.) Termingeschäftes ist:

A' dem Clearinghaus gegenüber Verkäufer für 10 Kontrakte Mai-Kautschuk

B' dem Clearinghaus gegenüber Käufer für 10 Kontrakte Mai-Kautschuk

Wenn nun an einem der dem Termingeschäft folgenden Tage (vielleicht auch am selben Tage) A' 10 Kontrakte Mai-Kautschuk für einen anderen Kunden als A kauft, bezw. B' 10 Kontrakte Mai-Kautschuk verkauft, so werden die Terminverpflichtungen aus dem beschriebenen Abschluß bei der Abrechnung mit dem Clearinghause aufgehoben, gleichgültig wer die ursprünglichen Vertragsgegner waren, da bekanntlich das Clearinghaus in sämtliche zur Abrechnung angedienten Kontrakte als Käufer bezw. Verkäufer eintritt. Aus der Abrechnung mit dem Clearinghaus ergibt sich dann sofort auch die Verrechnung der im Zuge des Geschäftes entstandenen Differenzen, sowie der Gebühren und Steuern. Näheres über die Technik des Clearing folgt im nächsten Kapitel [61]).

[60]) Hoffman, G. W., Future Trading, Philadelphia, 1932, S. 170.
[61]) Siehe S. 80 ff.

bbb. Effektive Lieferung.

Wie bereits festgestellt, ist die Erfüllung von Terminverpflichtungen durch effektive Lieferung bezw. Annahme effektiver Lieferung nicht üblich. Sie erfolgt nur in den seltensten Fällen (durchschnittlich 1% der Abschlüsse) [62]).

Das Wahlrecht, den Zeitpunkt innerhalb des Liefermonats und die Qualität der Börsenware im Rahmen der Qualitätsskala (Grade) zu bestimmen, hat der Verkäufer. Der Spekulant, der an der Börse kauft und verkauft, hat kein Interesse an der effektiven Erfüllung. Ihn interessieren nur die Preisdifferenzen. Der Händler oder Verarbeiter legt im allgemeinen keinen Wert auf effektive Erfüllung, weil er weder den genauen Lieferungstermin noch die Qualität der Ware im voraus kennt. Trotzdem kommt die effektive Erfüllung gelegentlich vor. Deshalb wird auch hier die Abwicklung der Terminpositionen anhand des Beispiels und in den beiden analogen Kreisgruppen A A' und B B' bezw. A' Clearinghaus und B' Clearinghaus besprochen.

Wenn bei einem Terminkauf die Annahme der Ware beabsichtigt ist, muß sich der Käufer B darüber klar sein, ob er die Ware selbst verwenden will, bezw. kann, andernfalls kann er dem Kommissionär B' entweder Anweisung geben, sie im Kassamarkt zu verkaufen oder aber, wenn er einen offenen Terminverkauf hat, die Ware gegen diesen Kontrakt anzudienen. Wenn der Verkäufer A seinen Verkaufskontrakt mit effektiver Andienung zu lösen beabsichtigt, muß er sich mit der notwendigen Ware eindecken und dafür sorgen, daß sie zur Lieferungszeit in einem „amtlichen" Lagerhaus lagert [63]).

In unserem Beispiel war A Verkäufer eines Maikontraktes für Kautschuk. Wenn nun der Lieferungstermin herannaht, ohne daß A seine Verkaufsposition durch „Offsetting" ausgeglichen hat, muß er A' einen Lagerschein des amtlichen Lagerhauses über die dort lagernde Warenmenge, die angedient werden soll, geben. Die Abrechnung zwischen A A' erfolgt dann nach den Preisbestimmungen der Börse. Wenn B als Käufer eines Terminkontraktes für Mai-Kautschuk tatsächlich Annahme dieser Kontraktware beabsichtigt, wird B' ihm zum gegebenen Zeitpunkt den amtlichen Lagerschein über die entsprechende Warenmenge zugehen lassen, gleichzeitig mit der Verkaufsrechnung.

Wenn ein Terminkontrakt durch Andienung bezw .Annahme glattgestellt werden soll, stellt der Börsenhändler einige Zeit, ehe er Lieferung vornehmen will, einen Andienungsschein aus. Der Zeitpunkt für Ausstellung des Andienungsscheins (transferable notice) ist verschieden bei den verschiedenen Waren, bei Getreide und Fleischprodukten muß der Empfänger des Scheines die Lieferung am Tage der Ausgabe des Scheines annehmen und bezahlen. Diese Scheine können nicht weitergegeben werden. Bei anderen Waren sind die Andienungsscheine

---

[62]) Siehe S. 67 Fußnote.
[63]) In Ausnahmefällen wird Lieferung ab Bahn gestattet.

Gegenüberstellung der Gesamtumsätze an den größten Getreideterminbörsen und der zur effektiven Erfüllung angedienten Getreidemengen[64]).

1929
in 1000 bushels

Chicago B. o. T.	Gesamtumsatz	Lieferungen	%
Weizen	13 180 736	73 449	—,56
Mais	4 731 197	24 238	—,51
Hafer	789 600	11 026	1,40
Roggen	340 534	13 064	3,48
alle Getreide	19 042 067	121 767	0,76
Minneapolis Ch. o. C.			
Weizen	1 114 705	11 889	1,07
Hafer	102 955	1 330	1,29
Roggen	42 758	1 236	2,89
Gerste	82 166	3 149	3,83
Flachs	26 559	1 140	4,29
alle Getreide	1 369 143	18 744	1,37
Kansas City B. o. T.			
Weizen	728 238	6 726	—,92
Mais	234 684	1 203	—,51
alle Getreide	962 922	7 929	—,82
Duluth B. o. T.			
Weizen	380 212	4 565	1,20
Roggen	41 853	679	1,62
Gerste	828	3	—,36
Flachs	21 276	1 763	8,29
alle Getreidearten	444 169	7 010	1,58
Gesamtzahlen			
Weizen	15 403 891	96 629	—,63
Mais	4 965 881	25 441	—,51
Hafer	892 555	12 356	1,38
Roggen	425 145	14 979	3,52
Gerste	82 994	3 152	3,80
Flachs	47 835	2 903	6,07
alle Getreide	21 828 301	155 460	—,71

bei Chicago B. o. T. wurden März, Mai, Juli, September, Dezember Termine 1929
bei Kansas City B. o. T. Mai, Juli, September, Dezember Termine 1929
bei Minneapolis Ch. o. C. Mai, Juli, September, Oktober, Dezember Termine 1929
bei Duluth B. o. T. Mai, Juli, September, Oktober, November, Dezbr. Termine 1929 benutzt.

[64]) Tabelle aus Hoffman, G. W., Future Trading and the Cash Grain Markets. U. S. Department of Agriculture, Circ. 201, S. 8.

begebbar. In diesem Falle kann der Kommissionär, der den Schein für einen Kauf seines Kunden erhält, einen entsprechenden Verkauf vornehmen und den Andienungsschein dem neuen Käufer weitergeben. Die Zeit zur Weitergabe, also die Möglichkeit zum Abschluß eines neuen Geschäftes, ist so kurz bemessen, daß es häufig nicht möglich ist, den Kunden um Instruktionen über die Verwendung des Scheines zu bitten. Es ist deshalb notwendig, daß genaue Abmachungen zwischen Kunden und Kommissionär bestehen, ob effektive Erfüllung erfolgen soll oder nicht. Es ist sehr wichtig, immer zu bedenken, daß wenn ein Kauf nicht durch einen späteren Verkauf ausgeglichen wird, der Kommissionär für seinen Kunden die Ware annehmen muß. Für den Handel im laufenden Monat kann Weitergabe der Andienung nur bis zum letzten Andienungstag des Monats, bei einigen Waren mittags 12 Uhr, bei anderen am Ende der regulären Geschäftsstunden der Börse, erfolgen. In einigen Terminmärkten kann die Andienung der Ware an jedem Geschäftstag des Liefermonates erfolgen, während in anderen weder Samstags geliefert, noch ein Andienungsschein ausgestellt werden kann. Die Makler und Kommissionäre sind meist darauf vorbereitet, die Lieferung bezw. Annahme vorzunehmen und häufig auch zu finanzieren. Dafür wird gewöhnlich dem Kunden eine besondere Gebühr berechnet.

Die Regelung effektiver Erfüllung eines Kontraktes durch Annahme bezw. Andienung im inneren Kreis zwischen A' und Clearinghaus bezw. B' und Clearinghaus, geschieht analog. Die technischen Einzelheiten sollen aber erst, um Wiederholungen zu vermeiden, in dem Abschnitt über Technik des Abrechnungsverkehrs durch das Clearinghaus besprochen werden.

c. Die Abrechnungsstellen (Clearing-house) und der Abrechnungsverkehr (clearing).

aa. Methoden des Abrechnungswesens.

Es ist bereits früher einmal gesagt worden, daß die Mehrzahl der Börsenmitglieder selten oder überhaupt keine Geschäfte an der Börse abschließt. Daneben gibt es eine Minderheit, die aktiv am Börsenhandel teilnimmt[65]). „With a membership in the Chicago Board of Trade of over 1 600, there are only 125 to 150 clearing members and a similar ratio is true for other exchanges“ [66]). „The number of active brokerage houses probably does not exceed 300 and of these the 30 leading houses probably handle 50 % of the entire volume of trading“ [67]). Diese Börsenfirmen sind dann in vielen Fällen gleichzeitig Käufer und Verkäufer gleicher Mengen und für gleiche Liefermonate, untereinander. Man hat sich daher schon frühzeitig bemüht, die Abrechnung unter diesen aktiven Börsenfirmen zu vereinfachen. Dies führte zur Entwicklung des Abrechnungsverkehrs.

---

[65]) Siehe S. 17.
[66]) Hoffman, G. W., a. a. O., S. 188.
[67]) Hoffman, G. W., a. a. O., S. 202.

Zum Verständnis der heute an den Börsen für das Clearing bestehenden Einrichtungen werden nachstehend die Grundgedanken des Abrechnungswesens dargestellt.

Das einfachste Abrechnungssystem ist das der direkten Abrechnung: angenommen, A verkauft am 2. 1. an B 10 000 bu. Mai-Weizen zu 85 cts., und B verkauft am 4. 1. an A 10 000 bu. Mai-Weizen zu 87 cts. Wenn nun keine sofortige Abrechnung stattfinden würde, müßten A und B den Monat Mai abwarten, und wenn beide Parteien Einschüsse gefordert hätten, lägen diese bis zum Monat Mai fest; außerdem wäre es möglich, daß mit jeder Preisänderung Nachschüsse verlangt werden könnten. Dies alles wäre vollständig überflüssig, da das Ergebnis des Handels für beide Parteien bereits am 4. 1. vollkommen festliegt, ohne daß eine Preisänderung bis zum Mai hieran etwas verschieben könnte. B gewinnt per bu. 2 cts. Es erübrigt sich also, daß der Maitermin abgewartet wird. Die Parteien können sofort Glattstellung durch Zahlung der Differenz vornehmen. Hierdurch erübrigen sich dann die vorerwähnten Einzelheiten, wie Zahlung von Ein- und Nachschüssen, Führung toter Konten und Festlegung von Mitteln.

Aus der Methode der direkten Abrechnung hat sich als unmittelbare Fortbildung erst das System der Ketten- oder Reihenabschlüsse und daraus das der Ringabrechnung mit und ohne Andienung entwickelt [68]).

Da der Handel an den Börsen sich nicht nur zwischen zwei Personen, sondern einer Vielzahl abspielt, ist es notwendig, die vorher beschriebene Methode der direkten Abrechnung zu erweitern. Zur Erläuterung soll folgendes Beispiel dienen:

A verkauft an B für Mai 10 000 bu. Weizen zu 90 cts. p. bu.
B verkauft an C für Mai 10 000 bu. Weizen zu 88 cts. p. bu.
C verkauft an D für Mai 10 000 bu. Weizen zu 83 cts. p. bu.
D verkauft an E für Mai 10 000 bu. Weizen zu 85 cts. p. bu.

Wenn E an A verkaufen kann, ist der Ring geschlossen. E verkauft an A für Mai 10 000 bu. Weizen zu 87 cts. per bu. Die Abrechnung stellt sich dann wie folgt: (reduziert auf ein bushel)

Kauf	A	Verkauf
von E zu	87 cts. an B zu	90 cts.
	B	
von A zu	90 cts. an C zu	88 cts.
	C	
von B zu	88 cts. an D zu	83 cts.

[68]) Schmidt, F., Liquidation und Prolongation im Effektenhandel, Leipzig 1912, S. 4.

D			
von C zu	83 cts.	an E zu	85 cts.

E			
von D zu	85 cts	an A zu	87 cts.

Gewinn (Tratten)	Fond-Konto		Verlust (Schecks)
A	3 cts.	B	2 cts.
D	2 cts.	C	5 cts.
E	2 cts.		
Summe	7 cts.	Summe	7 cts.

Die Menge, die auf diese Weise zur Abrechnung gelangen kann, ist begrenzt durch die kleinste Abrechnungsmenge eines der Beteiligten. Nachdem die Vergleiche der einzelnen Geschäfte gezogen sind, kann jeder die entsprechenden Differenzen mit seinem Kontrahenten verrechnen. Nach obigem Schema hätte A von B 3 cts., B von C 1 ct. zu verlangen. C an D 4 cts. und D an E 2 cts. zu zahlen. Wenn man die Verpflichtungen und Forderungen jedes Einzelnen feststellt, kommt man zu demselben Ergebnis, wie es oben auf dem Fond-Konto zu sehen ist:

A	+ 3 cts.	B	— 3 cts. + 1 ct. — 2 cts.
C	— 1 ct. — 4 cts. — 5 cts.	D	+ 4 cts. — 2 cts. + 2 cts.
E	+ 2 cts.		

Eine Verbesserung dieser Methode ist es, wenn alle Beteiligten die Kontraktpreise in einen gemeinsamen Fond einbezahlen und aus diesem nachher die errechneten Differenzen ausbezahlt, bezw. an diesen gezahlt werden[69]).

Es ist jedoch möglich, daß ein Ring, wie beschrieben, nicht gebildet werden kann, da einer der Käufer die Ware effektiv haben, bezw. ein Verkäufer die Ware auf Lager hat und andienen will. In diesem Fall muß eine andere Art der Abrechnung und zwar unter Einschaltung eines Andienungsscheines (Transferable Notice) gewählt werden.

Angenommen, A ist derjenige Verkäufer, der die effektive Ware liefern will, so teilt er seinem Kontrahenten B mittels Andienungsschein mit, daß er erfüllen will. Dieser Andienungsschein ist, wie früher gezeigt wurde, übertragbar und begebbar, sodaß B, wenn er selbst die Ware nicht abnehmen will, den Schein an einen seiner Käufer, bei-

[69]) Loman, H. L., Commodity Exchange Clearing Systems, The Annals of the American Academy of Political and Social Science, Mai 1931, S. 101.

spielsweise an C, weitergeben kann. Hat auch C nicht die Absicht, die effektive Ware anzunehmen, so gibt er den Schein an D, der ihn wiederum an E weitergibt. E ist in unserem Beispiel bereit, die effektive Ware anzunehmen. E präsentiert diesen Andienungsschein A und bekundet damt sein Einverständnis, die Ware von ihm in Empfang zu nehmen.

Wir nehmen zur kontenmäßigen Durchführung unser altes Beispiel der Ringabrechnung. Eine Aenderung erfährt es nur insofern, als angenommen wird, daß E, der bereit ist, die Ware abzunehmen, mit einem Preis von 86 cts. einverstanden ist. Dieser Abrechnungspreis ist nun die Basis für die Errechnung der Differenzen der übrigen Ringmitglieder. Die Abrechnung erfolgt nach der Regel, daß, wenn der Abrechnungspreis niedriger ist, als der Verkaufspreis, der Käufer, im umgekehrten Fall der Verkäufer, die Differenz bezahlt.

A:	von E Kaufpreis	86 cts.		Verkaufspreis	90 cts.
	von B	4 cts.			
		90 cts.			90 cts.
B:	von C	2 cts.		an A	4 cts.
	Verlust	2 cts.			
		4 cts.			4 cts.
C:	Verlust	5 cts.		an B	2 cts.
				an D	3 cts.
		5 cts.			5 cts.
D:	von C	3 cts.		an E	1 cts.
				Gewinn	2 cts.
		3 cts.			3 cts.
E:	von D	1 ct.		an A Kaufpreis	86 cts.
	Kosten	85 cts.			
		86 cts.			86 cts.

Aus der kontenmäßigen Durchführung der Abrechnung ist ohne weiteres ersichtlich, daß diese Form der vorherbeschriebenen Ringbildung analog ist, mit dem einzigen Unterschied, daß es durch den Willen zweier Ringglieder zur effektiven Erfüllung des Kontraktes kommt.

Eine andere Möglichkeit der sofortigen Abrechnung bietet die Ueberweisung oder das „Offsetting". Diese Methode ist ebenfalls eine Fortbildung der zuerst beschriebenen direkten Abrechnung. Sie stellt andererseits eine Annäherung an das unten beschriebene System des vollständigen Clearings dar.

Angenommen, A verkauft an B und dieser wieder an C, so liegt für B nach dem Gesagten der Erfolg bezw. Mißerfolg des Geschäftes fest. Der Zeitablauf bis zur Fälligkeit von Kauf und Verkauf kann für B hieran nichts mehr ändern. Es ist daher verständlich, daß B auf Abrechnung drängt. Ein Ring kann aber vielleicht deshalb nicht gebildet werden, weil A und C ihre Kontrakte aus irgendwelchen Gründen nicht lösen können. Im Effekt wäre es aber in diesem Fall genau dasselbe, wenn A an C verkauft hätte. Wenn nun beide Kontrahenten ein-

verstanden sind, kann B ausgeschaltet werden. Es muß nur ein Preis zwischen A und C vereinbart werden, wobei entstehende Differenzen von B, dem ausscheidenden Glied, zu zahlen wären. Durch eine derartige Ueberweisung ergeben sich dann für B die bei der direkten Abrechnung beschriebenen Vorteile.

Alle hier beschriebenen Methoden können nur als freiwillige, von dem Einverständnis eines jeden Beteiligten getragene Vorgänge durchgeführt werden. Es ist notwendig, hierauf hinzuweisen, weil das nun darzustellende vollständige Abrechnungssystem, wie es heute allgemein üblich ist, diese Freiwilligkeit aufheben muß, um wirksam arbeiten zu können.

Die Methode des vollständigen Abrechnungssystems beruht darauf, daß eine besondere Abrechnungsstelle[70]) (Clearing-House Inc.), eine Liquidationskasse, die die Form der A.—G. hat, in sämtliche Kontrakte als Käufer oder Verkäufer anstelle des anderen Vertragsgegners eintritt.

Der Käufer, der seinen Kontrakt zur Abrechnung der Liquidationskasse übergibt, hat nach der Ueberweisung mit dem Verkäufer nichts mehr zu tun; an dessen Stelle tritt das Clearinghaus. Dasselbe gilt natürlich auch für den Verkäufer. Die Aufrechterhaltung einer derartigen Abrechnungsstelle ist aber nur möglich, wenn sehr viele Kontrakte zur Abrechnung übergeben werden, damit die Möglichkeit dadurch gegeben ist, recht viele Kontrakte zum Ausgleich zu bringen. Hieraus ergibt sich die Notwendigkeit, sämtliche der Abrechnungsstelle angeschlossenen Händler zu verpflichten, alle von ihnen abgeschlossenen Kontrakte zur Abrechnung zu geben. Es muß nun an Stelle der Freiwilligkeit der Zwang treten. Ferner ist es notwendig, daß die Leistung von Ein- und Nachschüssen für die angedienten Geschäfte einheitlich geregelt wird. Das Clearinghaus selbst, das in alle Kontrakte eintritt, muß in der Lage sein, für die von ihm übernommenen Verpflichtungen Sicherheit zu leisten. Dazu dient das Aktienkapital und ein besonderer Garantie-Fond. Die Clearingmitglieder übernehmen bei ihrem Eintritt in die Gesellschaft Aktien. Die Höhe der Beteiligung wird nach dem Umsatz bemessen. Die Mindestbeteiligung ist eine Aktie[71]).

Die Einschaltung des Clearing-Hauses geht beim vollständigen System soweit, daß das Clearing-Haus Andienungsscheine für effektive Lieferung der Ware entgegennimmt und ausgibt. Die Vorteile dieses Abrechnungssystems beruhen auf folgendem:

1. Sich ausgleichende Geschäfte können sofort abgerechnet werden, ohne den Liefertermin abzuwarten.
2. Verlust und Gewinn können für jedes Geschäft sofort festgestellt werden.
3. Die geforderten Einschüsse können sich auf ein Minimum beschränken.
4. Die Abrechnungs- und Buchhaltungsarbeit wird wesentlich verringert.

---

[70]) Hellauer, J., System der Welthandelslehre, Berlin 1910, S. 456.
[71]) Satzungen der Clearing-Häuser.

Den Vorteilen stehen folgende Nachteile gegenüber:

1. Die Notwendigkeit, bei Abschluß eines Geschäftes erhebliche Mittel flüssig zu haben, wird durch das Clearinghaus beschränkt, daher können auch kapitalschwache Händler, die täglich ihre Geschäfte ausgleichen, sich in größerem Maße am Börsenhandel beteiligen.
2. Gutfundierte Unternehmungen müssen bei dem vollständigen System ebenso hohe Einschüsse hinterlegen wie schwache[72]).
3. Außerdem sagt man, daß durch die Abrechnung durch die Clearinghäuser die Geschäftsgeheimnisse des Einzelnen nicht mehr gewahrt werden können, da die Angestellten ihre Kenntnisse über die Geschäftsgebarungen der Mitglieder häufig nicht diskret behandeln.

Man kann sagen, daß die Einwendungen gegen das Bestehen der Clearinghäuser nicht sehr stichhaltig sind, und daß die Vorteile die Nachteile bei weitem überschreiten.

bb. Einführung der Clearingsysteme an den verschiedenen Warenterminbörsen.

Die „Minneapolis Chamber of Commerce" war die erste Warenterminbörse, die ein modernes Abrechnungssystem aufstellte. Dieses System, das 1891 eingeführt wurde, wird ohne wesentliche Veränderungen heute noch bei allen Warenterminbörsen benutzt [73]). Drei Jahre nach der Einführung dieses Systems in Minneapolis wurde ein ganz ähnliches vom „Duluth Board of Trade" angenommen. 1889 wurde ein solches beim „Kansas City Board of Trade" [74]), 1901 bei der „Milwaukee Chamber of Commerce" und 1904 an der „New York Produce Exchange" eingeführt. Die „New York Cotton Exchange" folgte 1915, die „New Orleans Cotton Exchange" 1924 und endlich 1925 das „Chicago Board of Trade". Die neueren Warenterminbörsen, die in den letzten zehn Jahren gegründet wurden, haben bei ihrer Organisation gleich das moderne Abrechnungssystem übernommen.

cc. Rechtsgrundlagen der Abrechnungssysteme.

Es wurden früher bereits Ausführungen über die Rechtsgrundlagen des Warenterminkontraktes gemacht und dargelegt, daß Gesetzgebung und Rechtsprechung ursprünglich dazu neigten, die Warentermingeschäfte als reine Differenzgeschäfte, also als Börsenspiel anzusehen. Aus der Theorie des Abrechnungswesens ist ersichtlich, daß gerade beim Clearing die Differenzabrechnung besonders deutlich wird. Anfänglich wurde die Einrichtung der Clearinghäuser mit dem Hinweis auf die Differenzabrechnung bekämpft. Häufig ist die Rechtskräftigkeit des Abrechnungsverkehrs angefochten worden. Später wurde jedoch seine Gesetzmäßigkeit, ebenso wie diejenige der Warenterminkontrakte anerkannt. In der Begründung dazu wurde die in jedem Kontrakt vorgesehene Möglichkeit der effektiven Erfüllung angeführt. So wurde von amerika-

---

[72]) Schmidt, F., Die Warenbörse von Paris, Ztschr. f. Hdw. Forsch. V. Jahrg., 1910/11, S. 321 ff.

[73]) [74]) Hoffman, G. W., Future Trading upon Organised Commodity Markets, Philadelphia 1932, SS. 198, 199.

nischen Gerichtshöfen häufig entschieden, daß dem Ausgleich von Kontrakten durch die Vermittlung von Clearinghäusern nichts entgegensteht [75]) [76]).

dd. Organisation der Abrechnungsstellen. (Clearing-Houses).

Jeder Warenterminbörse ist eine Liquidationskasse (Clearinghouse) angegliedert, über die nach der herrschenden Geschäftspraxis sämtliche Börsenkontrakte zur Abrechnung gelangen. Die Funktion eines Clearinghauses tritt bei der Darstellung der Organisation ganz klar in Erscheinung.

Die Clearinghäuser werden als Aktiengesellschaften gemäß Art. 2 des Aktiengesellschaftsgesetzes [77]) gegründet. In der jeweiligen Gründungsurkunde wird der Zweck der Gesellschaft angegeben:

1. Kauf und Verkauf der betreffenden Ware zur Terminlieferung.
2. Der Ankauf von Terminkontrakten, die den Satzungen der betreffenden Börse entsprechen.
3. Die Uebernahme des aus Kauf und Verkauf der betr. Ware für Terminlieferung entstehenden Verpflichtungen.
4. Die Zahlung und Abrechnung solcher Kontrakte.
5. Das mit den vorhergehenden Zwecken verbundene Kaufen, Verkaufen, Empfangen, Transportieren, Lagern und Liefern der Ware.
6. Der Schutz der Mitglieder vor Verlusten mit Hilfe eines Garantiefonds, der gemäß den Satzungen aus Gebühren und Beiträgen der Mitglieder angesammelt wird.

aaa. Mitglieder: Erwerb und Verlust der Mitgliedschaft.

Voraussetzung für den Erwerb der Mitgliedschaft ist die Mitgliedschaft bei der jeweiligen Börse, da lediglich deren Mitglieder ein Interesse an der Benutzung der Einrichtungen der Clearing Association haben können.

Da die Liquidationskassen Aktiengesellschaften sind, müssen Personen, die Mitglieder des Clearinghauses werden wollen, mindestens eine Aktie erwerben. Von diesen Personen müssen folgende weiteren Bedingungen erfüllt werden, um als „Clearing Member" in die Liste des Clearing-Hauses aufgenommen zu werden:

1. Ein Aktionär der Clearing Association, der zugleich Mitglied der betreffenden Warenterminbörse ist, hat eine schriftliche Erklärung abzugeben, in der er sich verpflichtet,

---

[75]) Loman, H. L., Commodity Exchange Clearing System, The Annals of the American Academy of Political and Social Science, Mai 1931, S. 108.

[76]) O. S. Supreme Court in: Chicago Board of Trade versa The Christie Grain & Stock Co. 198, U.S.A. 236.

[77]) Commercial Laws of the World. Nordamerika I. Bd. Commercial Corporation. C. H. Houston.

a) alle von ihm mit anderen Clearing-Mitgliedern abgeschlossenen Kontrakte an das Clearinghaus zur Abrechnung einzureichen, bezw. anzubieten,
b) alle Aenderungen der Satzungen und Ausführungsbestimmungen der „Clearing Association", wie sie von Zeit zu Zeit vorgenommen werden müssen, anzunehmen,
c) die Satzungen, sowie evtl. Aenderungen als Vertragsbestandteil für die laufenden Geschäfte gelten zu lassen.

2. Jeder Aktionär hat bei seinem Eintritt in die Clearing Association eine bestimmte Summe [78]) als Anteil an dem Garantiefond einzubezahlen.
3. Endlich hat das Mitglied seine Aktien mit Blankoindossament versehen bei der Clearing Association als Sicherheit für die Einhaltung der übernommenen Verpflichtungen zu hinterlegen.

Es können nur Einzelpersonen Mitglied werden. Mit Genehmigung des Aufsichtsrates können auch einer Körperschaft die Privilegien eines Clearing-Mitgliedes verliehen werden. Voraussetzung ist, daß wenigstens einer der leitenden Beamten Clearing-Mitglied ist. Erst, wenn alle oben angeführten Bedingungen erfüllt sind, wird das neue Mitglied in die vom Aufsichtsrat geführte Liste aufgenommen.

Die Mitgliedschaft geht verloren durch Tod, Verzicht, Insolvenz oder Bankerott des Mitglieds oder durch Verkauf der Aktie bezw. Aktien. Die ausgeschiedenen Personen werden vom Direktorenrat von der Liste gestrichen.

Beiträge zum Garantiefond und Abrechnungsgebühren [79]).

	Clearing Association	Garantiefondbeitrag	Abrechnungsgebühr pro Kontrakt
Ware :			
Kakao	Cocoa Exchange of New York	$ 5,000.—	cts. 30
Kaffee	Coffee & Sugar Exchange	„ 15,000.—	„ 05
Zucker	Coffee & Sugar Exchange	„ 15,000.—	„ 05
Baumwolle	N. Y. Cotton Exchange	„ 15,000.—	„ 03
Baumwollsaatöl	N. Y. Produce Exchange	„ 1,000.—	„ 10
Gummi	N. Y. Commodity Exchange	„ 10,000.—	„ 20
Rohseide	N. Y. Commodity Exchange	„ 10,000.—	„ 30
Häute	N. Y. Commodity Exchange	„ 10,000.—	„ 30
Zinn	N. Y. Commodity Exchange	„ 10,000.—	„ 50

[78]) s. Tabelle oben.
[79]) Baer, J. B. & Woodruff, Commodity Exchanges, New York London 1929, S. 63.

Rechte und Pflichten der Mitglieder.

Jedes Mitglied hat bei den vorzunehmenden Abstimmungen eine Stimme, unabhängig von der Größe seines Aktienbesitzes. Das Stimmrecht wird bei den jährlichen Wahlen des Direktorenrates und in der Generalversammlung ausgeübt.

Die Mitglieder sind berechtigt, ihre sämtlichen Börsenkontrakte der „Clearing Association" zur Abrechnung einzureichen, allerdings ist die Verpflichtung der „Clearing Association" zur Abrechnung nicht unbeschränkt. Die Einreichung hat am Abrechnungstage zu erfolgen. Die wichtigste Pflicht eines Mitglieds ist die zur Einzahlung des Beitrages zum Garantiefonds. Dieser Fonds haftet für die Verpflichtungen der Mitglieder untereinander und soll zum Ausgleich dienen von Verlusten, die einem Mitglied durch die Insolvenz seines Vertragsgegners entstehen könnten.

Sollte in irgend einem Fall dieser Garantiefonds zur Deckung solcher Verluste nicht ausreichen, so wird der Fehlbetrag auf sämtliche Mitglieder verteilt. Im Verlustfall ergeht eine schriftliche Zahlungsaufforderung an die Mitglieder. Die Zahlung muß spätestens am nächsten Geschäftstag erfolgen. Es ist interessant zu erfahren, daß bei keiner Liquidationskasse, die den zahlreichen Warenterminbörsen angeschlossen sind, jemals der Garantiefonds zum Ausgleich von Verlusten in Anspruch genommen werden mußte, von einer Inanspruchnahme der Mitglieder ganz abgesehen.

bbb. Organe der Clearing Association: Generalversammlung.

Oberstes Organ der Clearing Association, Inc. ist, wie bei der Börse, die jährliche Generalversammlung der Mitglieder. Zur Beschlußfähigkeit ist die Anwesenheit der absoluten Mehrheit der Mitglieder erforderlich. Die Versammlung beschließt über die Satzungen und ist auch Wahlorgan für den Direktorenrat.

Der Direktorenrat ist das oberste Verwaltungsorgan der „Clearing-Association", er hält regelmäßige Sitzungen ab. Aus dem Kreis der Direktorenratsmitglieder werden von diesem ein Präsident, ein Vizepräsident und ein Sekretär-Schatzmeister gewählt. Der letztere braucht nicht unbedingt Mitglied der „Clearing-Association" und des Direktorenrates zu sein. Neben allen verwaltungsmäßigen Aufgaben hat der Direktorenrat die Anforderung der Einschüsse für die zur Abrechnung gegebenen Terminkontrakte zu veranlassen und evtl. zusätzliche Einschüsse festzusetzen. Er bestimmt auch die Banken, bei welchen die Einschüsse hinterlegt werden können, ferner den Prozentsatz für Obligationen der U.S.A., Schuldscheine und Noten, mit welchem diese als Sicherheitsleistung bewertet werden, die Form der einzureichenden Depotscheine, außerdem setzt er die Gebühren für Inanspruchnahme des Clearinghauses fest. Der Präsident hat den Vorsitz in allen Sitzungen des Direktorenrates und der Generalversammlung. Der Vizepräsident übt die Funktionen des Präsidenten in dessen Abwesenheit aus.

Der Sekretär-Schatzmeister hat im wesentlichen die Anordnungen des Direktorenrates durchzuführen. Er führt Buch über das Vermögen der Gesellschaft, verwahrt die Siegel und Urkunden und verwaltet das ganze Eigentum der Gesellschaft.

Der Aufbau einer „Clearing-Association" entspricht im allgemeinen dem einer Aktiengesellschaft.

ee. Die Technik des Abrechnungsverkehrs.

In dem Abschnitt über die Abwicklung eines Warentermingeschäftes wurde der Vertragsabschluß besprochen, ebenso die Differenzabrechnung und die effektive Lieferung. Uebergabe des Kontraktes an das Clearinghaus bedeutet, daß nunmehr die „Clearing-Association" als Gegenkontrahent, d. h. als Verkäufer oder Käufer in das Geschäft eintritt. Anstatt einer Vielzahl von Kontrahenten hat also das Börsen- und Clearing-Mitglied durch den Eintritt des Clearinghauses in seine Kontrakte nur einen einzigen Gegenkontrahenten, mit dem Erfolg, daß sich dadurch eine große Anzahl der Terminengagements ausgleichen. Jedes Clearingmitglied hat daher täglich über seine sämtlichen von ihm abgeschlossenen Kontrakte an das Clearinghaus zu berichten.

Zur Erläuterung der Formulare ist zu bemerken [80]): Die unter „Bought from whom" angeführten Ziffern sind die Kennummern der Auftraggeber. Die in der Preisliste angeführten Ziffern geben die Abschlußpreise an. Zur Vereinfachung des Abrechnungsverkehrs wird vom „Clearinghaus" täglich ein Preis festgesetzt, zu welchem die Kontrakte abgerechnet werden. Dieser Abrechnungspreis basiert auf dem von der Börse festgelegten Schlußkurs des Abrechnungstages. Es wird also auf dem Formular errechnet, ob unter Zugrundelegung des Abrechnungspreises das Clearing-Mitglied an die Clearing-Association zu zahlen hat, oder ob es einen Scheck auf sie ziehen kann. In diesem Beispiel zieht das Mitglied einen Scheck auf das „Clearinghaus", da es durch die Uebernahme seiner Kontrakte durch das Clearinghaus zum Abrechnungspreis ein Guthaben bei diesem hat. Neben diesen getrennten Berichten über Käufe und Verkäufe hat das Mitglied nochmals einen Gesamtbericht bei der „Clearing-Association" einzureichen, aus welchem seine Stellung dem Clearinghaus gegenüber restlos ersichtlich ist, und auf Grund deren die Berechnung der verschiedenen Einschüsse (Original Margin, Margin for Variation und Straddle) [80]) sowie Gebühren und Steuer erfolgt. Die in den Formularen ausgefüllten Beispiele werden nachstehend erläutert: Die Kolonnen 7—9 zeigen die Position des Clearing-Mitgliedes am vorhergehenden Tag, die Kolonnen 4—6 zeigen die Stellung am Abrechnungstag, in den Kolonnen 1—3 ergibt sich die Nettoposition des Clearingmitgliedes nach Abrechnung der mit dem Bericht eingereichten Kontrakte. Das Mitglied in unserem Beispiel, dessen Bericht hier vorliegt, hat am Abrechnungstag 4 März-Kontrakte verkauft und 13 für März gekauft. Vom Vortag standen offen 6 Verkaufskontrakte, die jetzt durch die 9 offenen Kaufskontrakte ausgeglichen werden, die restlichen 3 werden in Kolonne 1 als offene Kaufkontrakte

[80]) Formular siehe S. 52 ff.

eingetragen. Die in Kolonne 1—3 aufgeführten tatsächlichen offenen Verkaufs- und Kaufsgeschäfte bilden die Grundlage für die Berechnung des „Original Margin". Auch diese Berechnung ist aus dem Beispiel ersichtlich. Der „Original Margin" beträgt hier bei der „National Raw Silk Clearing Association, Inc." pro Kontrakt $ 250.—. Als offene Kontrakte sind 7 eingeführt, es ist also ein Betrag von $ 1750.— in bestätigtem Scheck der Abrechnung beizufügen. Der Einschuß für „Straddle"-geschäfte beträgt $ 100.—, also hat der Einlieferer dafür $ 200.— in bar zu zahlen. In diesem Beispiel hat das Clearing-Mitglied die Summe von $ 2000.— überwiesen. Auch die Berechnung des „Margin for Variation" läßt sich aus dem Beispiel ersehen. Verlust oder Gewinn gegenüber dem Vortag wird durch Vergleich der Abrechnungskurse der beiden Tage festgestellt (Kolonne 10 und 11). Hinzu kommt Verlust und Gewinn aus den Geschäften des Abrechnungstags, der sich durch Gegenüberstellung der Abschluß- und Abrechnungskurse ergibt. Die Umrechnung der Soll- und Habenzahlen geschieht in diesem Beispiel in der Weise, daß diese, da die Kurse in cts. per lb. notiert werden und ein Kontrakt 650 lbs. hat, mit 650 : 100 multipliziert werden. Der errechnete Dollarbetrag ist je nachdem, ob er im Soll oder Haben ausgewiesen wird, an das „Clearing-House" zu bezahlen oder dort zu erheben[81]).

Original Margin:

Ueber die Bedeutung der „Original Margins" im allgemeinen ist schon gesprochen worden. Aus dem Beispiel ist ihre Handhabung ersichtlich. Die Freigabe der eingezahlten Beträge erfolgt erst nach Glattstellung der zugrunde liegenden Transaktion. In der Tabelle S. 49 wurden die einzelnen Beträge der „Original Margins" aufgeführt. Die angegebenen Beträge sind Minimal-Summen, einige Liquidationskassen überlassen es dem Direktorenrat, Höchstbeträge im Rahmen der Vorschriften der Statuten festzusetzen. Der Direktorenrat kann einen zusätzlichen „Original Margin" verlangen, wenn er den betreffenden Clearing-Mitgliedern 24 Stunden vorher schriftliche Mitteilung darüber zugehen läßt. Für „Straddle-Positionen"[82]) werden auch Original Margins verlangt, die Beträge sind jedoch niederer als für offene Kontrakte, ihre genaue Feststellung geschieht von Zeit zu Zeit durch den Direktorenrat.

„Margins for Variation":

Für die „Margins for Variation" können selbstverständlich keine festen Sätze bestehen, da sich diese Einschüsse mit jeder Aenderung der Börsenkurse ändern. Die Einschüsse werden mit bestätigten Schecks bezahlt, die der Abrechnung mit den ausgefertigten Kontrahenten beigefügt werden müssen. Diese Schecks werden auf die von der „Clearing-Association" anerkannten Banken oder Treuhandgesellschaften gezogen und die „Clearing-Association" verschafft sich darüber Depotscheine,

---

[81]) Formular siehe S. 52 ff.
[82]) s. S. 50.

die sie einbehältt, bis der Einschuß nach den geltenden Bedingungen freigegeben ist. Als „Original Margin" können auch Depotscheine verwendet werden. die nachweisen, daß bei einer von der „Clearing Association" anerkannten Bank, Obligationen, Schuldscheine oder sonstige Wertpapiere hinterlegt sind. Einschüsse, die nach Abwicklung der Geschäfte nicht mehr benötigt werden, sind von der „Clearing Association" freizugeben.

Commodity Exchange, Inc.

Transferable Notice — New York, 19 .

Rubber „A" Contract.

M o'clock

To

Take notice that on 19 we shall deliver to you about 22400 pounds of Grude Rubber of the grade of from warehouse on dock at the Transferable Notice price of cents per pound with adjustments in accordance with the terms of Rubber „A" Contract of Commodity Exchange, Inc. and the By-Laws and Rules with respect thereto. We agree to issue Sampling order to the last acceptor hereof upon receipt of notice of the holding of this Notice.

We further agree to make delivery to the last acceptor hereof, as provided by the By-Laws and Rules of Commodity Exchange, Inc.

This notice is to be delivered to us simultaneously with our presentation of delivery documents to the last acceptor hereof.

per

Conditions: Each of the acceptors hereof agrees that the last acceptor hereof will, before 4 P. M. on the day of this Notice is issued, or as otherwise required, give notice of the holding of this Notice to the issuer hereof, and will sample the rubber tendered and will pay check against invoice and delivery documents and take delivery as provided in the By-Laws and Rules of Commodity Exchange, Inc.

It is further agreed that each acceptor hereof shall continue all his liability to each other for the fulfillment of the contract until this Notice shall have been returned to the issuer, delivery taken, paid for and all differences or balances paid, at which time all responsibilities of all parties hereto shall cease.

Signed

Time received: The above with all its conditions and obligations is hereby accepted — Transferred to

Für jeden zur Abrechnung eingereichten Börsenkontrakt hat das Mitglied eine Gebühr zu entrichten, die vom Direktorenrat festgelegt wird.

Die Durchführung der effektiven Lieferung ist bereits oben dargestellt worden. Unter Einschaltung des Clearinghauses gestaltet sich die Andienung folgendermaßen: Das Mitglied, das einen Kontrakt durch effektive Lieferung erledigen will, reicht beim Clearinghaus einen Andienungsschein (Transferable Notice) [83]) ein. Dieses stellt anhand der Listen diejenigen Mitglieder fest, die offene Kaufpositionen haben. An eines davon gibt die Clearing-Association den Andienungsschein weiter. Dann vollzieht sich der Vorgang in der gleichen Weise wie früher beschrieben wurde, bis sich Käufer und Lieferer zum Austausch von Ware und Zahlung zuletzt treffen.

Nimmt man also, wie im obigen Beispiel bei der Schilderung des Verlaufs eines Termingeschäfts, einen inneren Kreis B'-Clearinghaus und A'-Clearinghaus an, so hätte B' am letzten Erfüllungstag für Maitermin einen unausgeglichenen Kaufkontrakt gegenüber dem Clearinghaus, wenn er nicht vorher einen Ausgleich anderweitig herbeigeführt hat. Für diesen Kontrakt schickt ihm das Clearinghaus einen Andienungsschein (Transferable Notice). Dies ist die Voranzeige der effektiven Lieferung, die, wenn sie von B' im Verfolg einer „Gffsetting"-Transaktion nicht weitergegeben wird, dann die Andienung eines Lagerscheines über das unausgeglichene Kaufquantum zur Folge hat. Ebenso vollzieht sich die Glattstellung bei A', der dem Clearinghaus gegenüber Verkäufer ist. A' reicht, wenn er tatsächlich die effektive Ware zur Andienung bereit hat, seinen Andienungsschein (Transferable Notice) beim Clearinghaus ein. Dieser wird jedoch nicht vom Clearinghaus behalten, sondern an solche Mitglieder weitergegeben, die noch offene Kontrakte haben. Es ist möglich, daß dann irgend eines dieser Mitglieder die effektive Erfüllung annimmt, indem es die „Transferable notice" behält (stopped). Das Clearinghaus liefert dann an dieses Mtglied den von A' angedienten Lagerschein [84]) unter Anrechnung nach den für effektive Lieferung geltenden Bestimmungen. Sollte jedoch der Andienungsschein (Transferable Notice) wieder zurück an das Clearinghaus gelangen, dann nimmt dieses selbst die effektive Erfüllung in Gestalt des Lagerscheins entgegen. Es ist aber zu bemerken, daß gerade innerhalb des Clearingverkehrs die effektive Erfüllung zu den Seltenheiten gehört[85]). Zusammenfassend kann festgestellt werden, daß das Clearinghaus nicht nur die Abrechnung für seine Mitglieder außerordentlich vereinfacht, sondern durch den zum Schutz der Mitglieder errichteten Garantiefonds für die erforderliche Sicherheit im Kreditverkehr sorgt. Auf diese Weise ist diese Einrichtung eine sehr wesentliche und wertvolle Ergänzung der Warenterminbörsen geworden, deren Vorteile sowohl die Mitglieder als mittelbar deren Kunden genießen und die somit einem weiten Kreis des gesamten Warenhandels dient.

---

[83]) Formular S. 82.
[84]) Formular S. 47.
[85]) s. oben S. 67.

B. Die Bedeutung des amerikanischen Warenterminbörsenwesens.

Nachdem die Entwicklung des amerikanischen Warenterminbörsenwesens, der Aufbau seiner Organisation, sowie die Technik des Terminhandels dargestellt wurde, ist nun die Frage nach dem Zweck dieser Einrichtungen zu beantworten. Die Stellung der Warenterminbörsen innerhalb der nordamerikanischen Wirtschaft läßt sich wie folgt kennzeichnen:

Es stehen einander gegenüber:

> *Eine hochentwickelte Volkswirtschaft, die heute gleichzeitig einen außerordentlich wichtigen Teil der Weltwirtschaft darstellt.*

Ein großer Teil nationaler Arbeit und nationalen Kapitals findet Beschäftigung bezw. Anlage in der Erzeugung von agrarischen und mineralischen Massenprodukten, die gerade für den Terminhandel besonders geeignet sind.

> *Organisierte Märkte (Warenterminmärkte) mit einem ausgezeichneten Nachrichtenwesen, durch welches die Besucher dieser Märkte in jedem Augenblick über die Marktlage vom Rohstoff bis zum Fertigfabrikat fortlaufend auf das Genaueste unterrichtet sind, standardisierte Ware, standardisierte Verträge und Geschäftsbedingungen, die gestatten, den Handel in jenen einfachen Formen zu vollziehen. wie das im vorhergehenden Kapitel gezeigt wurde.*

1. Schaffung zentraler Märkte zur Sicherung einer möglichst „richtigen" Preisbildung.

Es ist klar, daß bei solchen Voraussetzungen sich ein umfangreicher Handel an diesen Märkten entfalten muß und damit wird der Zweck dieser Einrichtungen erreicht — die Schaffung zentraler Märkte.

Nur auf solchen Märkten können „richtige" Preise entstehen, in welchen sich die Einflüsse von Angebot und Nachfrage korrekt widerspiegeln[86]). Die Bedeutung der Warenterminbörsen für die Wirtschaft

---

[86]) Boyle, J. E. Chicago Board of Trade what it is and what it does. S. 19.

liegt in der Gewähr einer den tatsächlichen Vorrats- und Bedarfsmengen angemessenen Preisbildung[87]).

Ohne das Vorhandensein organisierter Börsen wäre es dem einzelnen Käufer nicht möglich, den „richtigen" (fairen) Preis einer Handelsware festzustellen. Von besonderer Wichtigkeit ist die vollständige Oeffentlichkeit des Warenterminhandels. Jede Tageszeitung veröffentlicht regelmäßig die Börsenkurse. Diese Kurse stellen ein zusammenfassendes Urteil von Sachverständigen dar, auch sie bilden eine wirkliche Sicherheit für einen „fairen" Geschäftsverkehr[88]). Auch der kleinste Händler kann so nicht irregeführt werden. Er kann sich leicht die Kostendifferenz (Fracht, Versicherung, Lagerung) zwischen seinem Platz und dem Zentralmarkt errechnen. Daraus ersieht man, wie sehr die Warenterminbörsen an der „gerechten" Bestimmung der Preisdifferenzen an verschiedenen Orten beteiligt sind. Da an den Warenterminbörsen mehrere Monate notiert werden, dienen die zustande gekommenen Kurse auch zur Information des Produzenten oder Konsumenten für ihre Geschäftsdispositionen und Abschlüsse auf spätere Lieferung bezw. Eindeckung. Auch zur Nachprüfung und Bestimmung von Preisen für Waren ähnlicher Natur, die geeignet sind, die Terminware bis zu einem gewissen Grade zu ersetzen, werden die Terminnotierungen herangezogen.

2. Einschaltung einer organisierten Spekulation in die Warenmärkte.

Ganz allgemein kann gesagt werden, je breiter der Markt, umso richtiger der Preis.

Bei den Warenterminbörsen erfährt jedoch der Markt insofern noch eine außerordentliche Erweiterung, als gerade die Form des Terminhandels, die leichte Ermöglichung von Geschäftsabschlüssen die Spekulation anregt, sich an dem Geschäftsverkehr zu beteiligen[89]). Dies war bei der Schaffung der Terminbörsen beabsichtigt. Man will die Spekulation in den Handelsverkehr einschalten und diesem nutzbar machen.

So ist beispielsweise bei der Gründung der „Cotton Exchange" im Jahre 1870, der „New York Coffee Exchange" 1882 dieser Zweck besonders betont worden[90]). Wenn hier von Spekulation schlechthin gesprochen wird, so sind darunter nicht zu verstehen: alle jene Auswüchse eines ungehemmten Spiel- und Wettriebes, die nur ein Schaden

---

[87]) Prion, W., Börsenwesen, Handb. d. Staatsw. IV. Aufl. S. 1093, 1924.

[88]) Huebner, S. S., Insurance Service of Commodity Exchanges The Annals of the Academy of Pol. and Soc. Science, Mai 1931. S. 5 a b.

[89]) Pierce, E. A., Commodity Trading Guide. New York 1932, S. 8.

[90]) Emery, H. C., Speculation on the Stock and Prod. Ex. N. Y. 1896, S. 24.

für die Börsen und die Wirtschaft selbst sind und die gerade auch von den Warenterminbörsen intensiv bekämpft werden. Gemeint ist vielmehr hier Spekulation im Sinne von Voraussicht, d. h. Vorausschätzung der Marktentwicklung. Obwohl bisweilen Reichtümer durch einen glücklichen Zufall erworben worden sind, ist doch der Charakter des erfolgreichen Spekulanten in der großen Mehrzahl der Fälle nur demjenigen eigen, welcher die Mitbewerber durch seinen Blick in die Zukunft übertroffen hat [91]). Spekulation in diesem Sinne findet überall statt und übt ihre wohltuende Wirkung auf die Einzel- und Gesamtwirtschaft aus. Bei der Warenterminbörse kommt hinzu, daß die Spekulation organisiert ist, wodurch ihr günstiger Einfluß verstärkt wird (allerdings können ihre Nachteile im Falle unzureichender Bekämpfung der Auswüchse dadurch auch vervielfältigt werden[92]).

Es sollen nun diese marktfördernden und marktstützenden Wirkungen einer organisierten Spekulation dargestellt werden.

Durch das Vorhandensein einer großen Gruppe von Spekulanten, von welchen die Mehrzahl immer bereit ist zu verkaufen oder zu kaufen, stellen die führenden Warenterminbörsen einen fortlaufenden Markt sowohl für Produzenten und Händler, als für Konsumenten der betr. Börsenwaren dar. Unter normalen Verhältnissen, von Panikstimmungen abgesehen, die verhältnismäßig selten sind, ist die tägliche Preisbewegung an den Warenterminmärkten überraschend gering.

Hieraus ergibt sich ein weiterer Vorteil, den die Spekulation für den Markt hat. In der Regel sind es gerade die Spekulanten, die in der stillen Zeit den Markt stützen, wenn der Handel nicht geneigt ist, Geschäfte abzuschließen[93]). Durch Spekulationskäufe in stillen Zeiten haben sie nicht selten durch Entlastung des Marktes den Produzenten die Möglichkeit gegeben, ihre Produkte vor der Exekution durch die Lombardeure zu bewahren und sie dann später u. U. zu höheren Preisen zu verkaufen[94]).

Ebenso günstig kann es sein, daß die Spekulation eine Kontrolle über die Preistendenz ausübt. Wenn die Preise auf einen ungerechtfertigt hohen Stand steigen, stellt sich der Baisse-Interessent einer weiteren Erhöhung durch Verkäufe entgegen. Wenn die Preise sehr niedrig sind, fördert der Hausse-Spekulant die Aufwärtsbewegung durch seine Käufe[95]). Hier wirkt sich auch die Tätigkeit der Arbitrageure aus. Sollte der Preis an einem Ort hinsichtlich der bestehenden Kostendifferenz beträchtlich von den tatsächlichen Verhältnissen abweichen, so kaufen die Arbitrageure in dem zu niedrig liegenden Markt ein, um an dem Markt, an dem höhere Preise notiert werden, zu verkaufen. Das

---

[91]) Cohn, Ueber das Börsenspiel, Schmoller's Jahrbuch 1895, S. 60. [92]) s. u. S. 100 ff.

[93]) Pierce, Commodity Trading Guide, New York 1931, S. 8.

[94]) Sturtevant, C. D., Opposing agricultural Marketing, Annals of the Academy of Political and Social Science. Mai 1931, S. 65,

[95]) Huebner, S. S., a. a. O. S. 2.

Gleiche gilt, wenn die Notierungen für einen späteren Monat gegenüber einem näheren Termin zu niedrig erscheinen. Dann verkauft der Arbitrageur in dem früheren Monat und deckt die gleiche Menge in einem späteren Termin ein.

Auf diese Weise werden Auswüchse bei der Preisbildung durch die Tätigkeit der Spekulanten ausgeglichen[96]).

Die Berichterstattung, die sich auf Größe der Anbaufläche, Saatenstand evtl. Ernteerträge etc. beziehen, spielt bei der Bestimmung der Markttendenz eine große Rolle und ist in U.S.A. besonders weitgehend ausgebildet. Es ist für den Einzelnen häufig nicht leicht, täglich mit allen Handelsnachrichten, die ein so weites Gebiet wie die meisten Börsenwaren umfassen, auf dem Laufenden zu sein. Er wird diesen Schwierigkeiten durch die große Zahl der Spekulanten enthoben, die ständig damit beschäftigt sind, Material zu sammeln und es im Hinblick auf die zukünftige Preisentwicklung auszulegen. Allen Nachrichten, die durch den Informationsdienst der Börsen den Spekulanten zur Kenntnis gelangen, wird sorgfältigste Betrachtung zuteil. Die Spekulanten diskontieren die zukünftige Entwicklung. Baer[97]) sagt: „The mere presence of such a body of men gives an assurance that so far as it can be accomplished by human foresight the events of the future will be reflected in the price movement before the events have come to pass". Weniger gut informierte Käufer oder solche, die nicht regelmäßig aus den verstreuten Quellen die sie interessierenden Nachrichten erhalten können, sind deshalb in ihren Termingeschäften durch eine Gruppe von Sachverständigen geschützt, die durch ihre Tätigkeit den Preisen eine größere, den Marktverhältnissen entsprechende Genauigkeit geben, als dies ohne das Vorhandensein der Spekulanten an den Warenterminbörsen der Fall wäre[98]).

Hinzu kommt ein anderer Vorteil der Spekulation: sie wirkt als Regulator der Konsumtion. Die Ernte eines Jahres, und wenn sie noch so klein ist, muß so verteilt werden, daß sie den Bedarf in diesem Jahr deckt. Eine große Ernte bedingt im Durchschnitt niedere Preise, eine kleine Ernte dagegen hohe. Die Spekulation interessiert sich sehr stark für diese Zusammenhänge und sucht sie weitestgehend zu ihren Gunsten auszunützen. Ihre Tätigkeit bewirkt, daß, wenn Mangel herrscht, die Preise früher steigen und somit die Konsumtion eingeschränkt wird. Herrscht Ueberfluß, so fördert die Spekulation das Sinken der Preise und damit eine Beschleunigung der Konsumtion, sodaß die Vorräte vor Herannahen einer neuen Ernte möglichst verbraucht sind. Die vorhandene Warenmenge setzt sich zusammen aus den Vorräten und der Ernte. Die bei Beginn des Erntejahres vorhandene Menge, welche der Konsum noch nicht aufgenommen hat, nennt man „carry-over". Eine Regulierung der Warenmenge kann durch Einschränkung oder Ver-

---

[96]) Huebner, S. S., a. a. O. S. 6.
[97]) Baer, Julius B. and Woodruff, George P. Commodity Exchange of New York, London, 1929 S. 218.
[98]) Huebner, S. S., a. a. S. 6.

mehrung des Anbaus je nach Verbrauch oder Ernteaussichten vorgenommen werden.

Aus dem Obengesagten geht hervor, daß Terminmärkte die Einschaltung organisierter Spekulation in den Handelsverkehr vermitteln und daß die in richtigem Sinne angewandte Spekulation einen erheblichen Vorteil hierfür in vielfacher Hinsicht bedeutet[99]).

Unerwähnt blieb noch die Bedeutung der Spekulation für die sogenannte Sicherungsarbitrage (amerikanisch „Hedging"). Die Sicherungsarbitrage ist eine wichtige Funktion an den Warenterminmärkten und wäre ohne das Vorhandensein einer spekulativen Gruppe nicht möglich.

3. Die Sicherungsarbitrage (Hedging).

a. Vorbemerkungen:

Das Verhältnis zwischen Kassa- und Terminpreisen.

Es wurde früher festgestellt, daß nur ein verhältnismäßig kleiner Teil der Warentermingeschäfte effektive Erfüllung durch Lieferung bezw. Abnahme der Ware findet, während der weitaus größere Teil der Terminkontrakte durch entsprechende Gegengeschäfte und die Verrechnung der Differenzen seine Erledigung findet. Es könnte daher der Gedanke aufkommen, daß die Preise des Warenterminmarktes, an welchem effektive Ware in so geringem Maße gehandelt wird und der Umsatz sich anscheinend nur in fiktiver Ware vollzieht, anderen Gesetzen gehorchen als auf dem Kassamarkt und somit mit den wirklichen Preisen garnichts zu tun hätten. Dem ist jedoch nicht so. Dies beruht in erster Linie auf der Möglichkeit, jeden Terminkontrakt durch Andienung bezw. Annahme effektiver Ware zu erfüllen. Hier ist die Stelle, wo die enge Verknüpfung der beiden Märkte deutlich in Erscheinung tritt, auch wenn tatsächlich effektive Erfüllung gegen Terminkontrakte in den seltensten Fällen vorkommt. Dies wird vollkommen deutlich in dem Augenblick, in dem der Preis im Terminmarkt höher ist als am Kassamarkt. Dann würde gegen Terminkontrakte effektive Ware angedient werden, wodurch die Ware auf dem Kassamarkt eine Verknappung erlitte, was wiederum eine Preiserhöhung zur Folge hätte. Die Terminkäufer würden entsprechende Verkäufe vornehmen, wodurch auf den Terminpreis ein Druck ausgeübt würde. Beides würde sich solange fortsetzen, bis die Preise in beiden Märkten wieder ihr altes Verhältnis zueinander eingenommen hätten. Wäre umgekehrt der Terminpreis im Verhältnis zum Kassapreis zu niedrig, dann würde im Terminmarkt mehr gekauft und im Kassamarkt verkauft, wodurch eben-

---

[99]) Sommerfeld, H., Börsenverkehr, Börsengeschäfte, Handelshochschule, S. 1736.

falls das Gleichgewicht allmählich wieder herbeigeführt würde[100]). So kann man bei einem Vergleich der Terminwarenpreise mit denjenigen auf dem Kassamarkt feststellen, daß beide Preiskurven hinsichtlich ihrer Bewegung über längere Zeiträume parallel verlaufen. Wenn sich im einzelnen dennoch Unterschiede in der Preisbewegung auf beiden Märkten herausbilden, so hat das jeweils seine besonderen Gründe. Wenn z. B. die neue Erntezeit herannaht, reflektieren die Kassapreise die unmittelbare Nachfrage für den vorhandenen Rest der letzten Ernte, während sich Terminpreise bereits an der neuen Ernte orientieren. Dadurch entsteht meist eine größere Abweichung zwischen Kassa- und Terminpreisen während dieser Zeit des Jahres. Für Baumwolle kann man sagen, daß die tatsächlich zur Verfügung stehende Menge (visible supply) das ganze Jahr hindurch von Bedeutung für die Kurse ist, die Wirkung der „potential suplies" (die durch besondere Maßnahmen, wie Anbauvermehrung oder -verminderung, regulierte Vorräte) dagegen zwischen Juli—Januar das größere Gewicht hat und in der Zeit von Januar—Juli an Wichtigkeit abnimmt[101]). Ein anderer Grund für das Auseinandergehen der Kassa- und Terminpreiskurven ist darin zu suchen, daß unter Umständen bestimmte Termine nicht jeden Tag gehandelt und notiert werden und so eine Unterbrechung in der Terminpreiskurve entsteht. Hinzu kommt, daß die Terminpreise im Hinblick auf diejenige Warenqualität entstehen, deren Andienung den größten Nutzen versprechen würde (d. h. diejenige, die gerade noch unter die Bestimmungen für den Standardgrad fallen), während der Kassapreis für die an der Börse gehandelte Ware von dem Angebot und der Nachfrage an der für den Käufer geeignetsten Ware bestimmt wird. Bei Getreide kann man beobachten, daß durch Mischung in den Elevatoren eine Qualität zustande kommt, die gerade noch von der Wareninspektion der Börse als andienbar bezeichnet würde, während bei Kassagetreide unter derselben Gradbezeichnung eine bessere Qualität geliefert und deshalb auch ein höherer Preis erzielt wird. Gerade die zuletzt geschilderten Abweichungen in den Preiskurven der beiden Märkte beweisen nichts gegen die Richtigkeit des Prinzips (Parallelität der Preise), auf welchem der Terminmarkt aufbaut.

Kassapreis und Terminpreis einer Ware werden von denselben Faktoren, jedoch nicht unbedingt im gleichen Zeitpunkt bestimmt. Der Terminmarkt empfängt und reflektiert jede Veränderung in den Marktbedingungen rascher als der Kassamarkt[102]).

---

[100]) Man kann die Preisrelation zwischen Termin- und Kassamarkt z. B. mit der zwischen convertible bonds und Aktien, in die sie umgetauscht werden können, vergleichen. Solange das Umtauschsrecht nicht ausgeübt wird, wird der Kurs der Bonds dem der Aktien folgen.
Hoffman, G. W., Future Trading and the Cash Grain Market. U. S. Dept. of Agriculture 1932. Circular No. 201. S. 13.

[101]) Student, E., Der Warenterminhandel an den internationalen Weltbörsen, Leipzig 1929, S. 41.

[102]) Hoffman, G. W., Future Trading upon Organised Commodity Markets. Philadelphia 1932, S. 529.

In diesem Zusammenhange ist auch noch auf folgende Abweichung zwischen Kassa- und Terminpreisen hinzuweisen. Wenn man die Notierungen an den Terminbörsen und mit den Preisen der Kassamärkte vergleicht, findet man zunächst, daß der Terminpreis für den laufenden Monat niedriger ist als der Kassapreis. Zur Illustration des Gesagten wird auf nachstehende Aufstellung verwiesen:

Chicago Board of Trade, 11. 7. 1933. Mais[103]):

loko	70 3/8	cts.	per bu.
Terminpreis	64 5/8	„	per bu. Juli
	68 1/4	„	per bu. September
	72 1/2	„	per bu. Dezember

New Yorker Kaffee- & Zuckerbörse, 11. 7. 1933. Rio No. 7:

loko	7 1/2	cts.	per lb.
Terminpreis	6,09	„	per lb. Juli
	6,14	„	per lb. September
	6,24	„	per lb. Dezember
	6,38	„	per lb. März

New Yorker Baumwollbörse, 11. 7. 1933. Baumwolle:

loko	10,65	cts.	per lb.
Terminpreis	10,50	„	per lb. Juli
	10,62	„	per lb. August
	10,83	„	per lb. Oktober
	10,92	„	per lb. November

Es ist bereits früher festgestellt worden, daß der Terminpreis eine verhältnismäßig niedere Qualität des effektiven Marktes widerspiegelt und so kommt es, daß der Lokopreis höher ist, als der Terminpreis des laufenden Monats. Die Preise für die späteren Termine enthalten die Kosten für Transport, Versicherung und Lagerung der Ware und sind daher höher. Deshalb sind die Terminnotierungen für spätere Lieferungen höher als die Lokonotierungen.

Der Grund hierfür liegt allein in dem Wesen der beiden Märkte. Im Terminmarkt geht die Initiative vom Spekulanten aus, der einzig und allein an den wahrscheinlichen Preisänderungen interessiert ist, während im Kassamarkt die Führung bei den Interessenten an der effektiven Ware liegt, die weniger direkt an den Preisbewegungen verdienen wollen, als vielmehr in erster Linie den Lohn für ihre Leistung beanspruchen[104]).

Der enge Konnex zwischen Kassa- und Terminmarkt ergibt sich im übrigen auch daraus, daß beispielsweise im Baumwollhandel die Kassapreise auf der Terminnotierung aufgebaut werden (Geschäfte auf spätere

---

[103]) Frankfurter Zeitung vom 12. 7. 1933.
[104]) Hoffman a. a. O., S. 31.

Lieferung — mit einem bestimmten Auf- oder Abschlag ("on" oder "off" vom Terminpreis).

Beide Märkte empfangen ihre Impulse aus den gleichen Quellen, auf beiden Märkten wirkt sich Angebot und Nachfrage, wie sie als Folge der Produktions- und Bedarfsverhältnisse in Erscheinung treten, aus. So laufen auch die Preiskurven im Zuge der Entwicklung, von Besonderheiten abgesehen, die ihre Ursache in der Eigenart der Märkte haben, durchaus parallel.

Dies ist aber die Voraussetzung für die Sicherungsarbitrage.

b. Die Sicherungsarbitrage (Hedging) [105]).

Die Praxis der Sicherungsarbitrage basiert auf der Annahme, daß die Preise im Terminmarkt und im Kassamarkt parallel laufen[106]). Das Wesen der Sicherungsarbitrage beruht nun darauf, daß irgend ein an der effektiven Ware interessierter Produzent, Händler oder Verarbeiter im effektiven Markt kauft und gleichzeitig im Terminmarkt verkauft. Der umgekehrte Fall, also Kauf im Terminmarkt und Verkauf im Kassamarkt ist ebenfalls möglich. Die Ausführungen über die Sicherungsarbitrage werden zeigen, welch wichtige Funktion die Spekulation hierbei zu erfüllen hat. Um die Wirkung der Sicherungsarbitrage deutlich zu zeigen, sei hier ein Beispiel der Baumwollbörse angeführt:

Angenommen: am 15. August notiert der Oktober - Termin per 1 lb. 9.5 cts. Der Preis auf dem effektiven Markt ist aber per lb. 9.6 cts. (Hier sei hinzugefügt, daß die Preise am Terminmarkt meist etwas niedriger sind; das entspringt aus dem allgemeinen Charakter der Terminpreise, insbesondere der Diskontierung des Wahlrechts des Verkäufers [107]).

Kaufmann M. kauft 100 Ballen Baumwolle Middling 7/8" zu 9.6 cts. am Kassamarkt und zwar zur sofortigen Lieferung. Er lagert die Ware ein, bis er einen Käufer dafür findet. Wenn nun in der Zwischenzeit die Preise fallen, kann er einen beträchtlichen Verlust erleiden (Konjunkturrisiko bezw. Konjunkturverlust). In diesem Falle würde er spekulieren. Er kann aber das Spekulationsrisiko ausscheiden, indem er einem Makler den Auftrag gibt, an der Terminbörse 100 Ballen Oktober-Termin zu 9.5 cents per 1 lb. zu verkaufen. Durch diesen Verkauf hat er zunächst die Möglichkeit, seinen Verlust zu beschränken, indem er seine 100 Ballen Baumwolle zu 9.5 cts. gegen den Terminkontrakt andient. Bis dies notwendig würde, hätte er Zeit genug, nach einem Käufer zu suchen.

Nimmt man nun an, die Preise sinken wirklich, und zwar der Kassapreis auf 8.3 cts. per 1 lb. und der Terminpreis, der schon zu Anfang etwas niedriger war, auf 8.2 cts., dann ergibt sich folgende Ausrechnung:

---

[105]) Hellauer, J., System der Welthandelslehre. Berlin 1910. S. 466 ff.

[106]) Hoffman, G. W., Future Trading and the Cash Grain Markets. U. S. Dept. of Agriculture 1932, Circ. No. 201 S. 22.

[107]) siehe auch S. 87 f.

Kassageschäft:		Termingeschäft:	
Kauf	9.6 cts.	Verkauf	9.5 cts.
Verkauf	8.3 cts.	Kauf	8.2 cts.
Verlust	1.3 cts.	Gewinn	1.3 cts.

Man sieht, daß der am effektiven Geschäft infolge der Preisbewegung entstandene Verlust durch einen entsprechenden Gewinn am Termingeschäft ausgeglichen wird. Das Konjunkturrisiko ist für denjenigen, der für seine Ware einen entsprechenden Terminkontrakt abschließt, so gut wie ausgeschlossen. Der Preis ist gewissermaßen gegen das Risiko versichert, daher der Name Sicherungsarbitrage.

Nun ist die Sicherungsarbitrage keineswegs immer so einfach, wie dies hier gezeigt ist. Es ist eine Transaktion, die eine gehörige Sachkenntnis und Erfahrung erfordert, damit die Ausschaltung des Konjunkturrisikos möglichst vollständig erreicht wird. Es ist bereits erwähnt worden, daß die Voraussetzung einer vollständigen Sicherung das Parallellaufen von Kassa- und Terminpreisen ist. Diese Voraussetzung ist jedoch nicht immer gegeben. Es gibt auf beiden Märkten, wie ebenfalls gezeigt wurde, Faktoren, die ein Abweichen der Preise aus dieser parallelen Entwicklung zur Folge haben können. Der „Spread", eben dieser Zwischenraum, ist durch das Auseinandergehen der Preise manchmal mehr, manchmal weniger groß. Der Erfolg bei der Sicherungsarbitrage hängt zum größten Teil von der Ein- bezw Verkaufsbasis der effektiven Ware in Beziehung zu den Terminpreisen ab. Wenn die eine Transaktion gemacht ist, muß der richtige Zeitpunkt für die Glattstellung gewährt werden. Das erfordert dauernde Beobachtung der Terminpreise, insbesondere hinsichtlich der jeweiligen Zu- und Abschläge (Diskount, Premium), Differentials[108]) der Terminpreise gegenüber den Kassamarktpreisen.

Jeder Arbitrageur kann seine Gegengeschäfte zur Ausschaltung des Konjunkturrisikos in zwei oder mehreren Märkten machen. Er kann z. B. Termingetreide in Chicago für September, Dezember oder März (aktive Monate) kaufen oder verkaufen, wobei seine Wahl auf denjenigen Monat fallen wird, der in Bezug auf die Differenzen besonders günstig liegt. Nimmt man an, daß der Arbitrageur den Septembertermin für sein Gegengeschäft gewählt hat, und im Laufe der Zeit erscheint der Dezember-Termin günstiger, dann löst der Arbitrageur die Septemberverpflichtung durch ein entgegengesetztes Termingeschäft auf und überträgt die Arbitrage auf den Monat Dezember. Diesen Vorgang bezeichnet man mit dem Fachausdruck „shift", d. h. verschieben. Es kann sogar sein, daß der Arbitrageur sein Engagement wieder in den Monat September zurückverlegt, wenn ihm das Verhältnis der Septemberpreise zum Kassapreis im Vergleich mit den Preisen beim Eintritt in das Geschäft günstiger erscheint. Ohne daß die Vorgänge besonders verwickelt sind, zeigen diese Ausführungen doch, daß der Arbitrageur zur Aufrechterhaltung der Anfangsspanne zwischen Kassa- und Termin-

[108]) siehe oben S. 52 ff.

preisen gezwungen ist, beide Märkte scharf zu beobachten und notfalls weitere Transaktionen vorzunehmen.

Bei Getreide und Baumwolle, den beiden wichtigsten Terminwaren, hat der Arbitrageur außerdem die Möglichkeit, sich die Börse auszusuchen, an welcher er seine Sicherungsarbitrage durchführen will, da es für diese Waren mehrere Terminbörsen in U.S.A. gibt. Dann kann er, wenn es ihm vorteilhaft erscheint, das Engagement von einer Börse auf eine andere übertragen, wenn er glaubt, dadurch die Anfangspreisspanne zwischen Kassa- und Terminmarkt aufrecht zu erhalten. Die Verschiebung (shift) findet hier nicht von einem Termin zum anderen, sondern von einer Börse nach der anderen statt.

Daß dauerndes „Hedgen" keine unbedingte Sicherheit gegen jeden Verlust gibt, ist schon aus den wechselnden allgemeinen Geschäftsverhältnissen zu entnehmen. Unvermeidbaren Verlusten stehen dann aber wieder eigentlich nicht zur Sicherungsarbitrage gehörende Gewinne gegenüber. Derartige Unsicherheiten, die allerdings viel kleiner sind, als wenn keine Sicherungsarbitrage stattgefunden hätte, muß der „Hedger" in Kauf nehmen. Wenn man das Konjunkturrisiko als ein Uebel bezeichnet, so sind die trotz der Sicherungsarbitrage verbleibenden Unsicherheiten das kleinere oder kleinste Uebel. Ist die Zahl der Geschäftsabschlüsse groß, so gleichen sich Verluste und Gewinne, die trotz der Sicherungsarbitrage entstehen, im Durchschnitt und auf die Dauer aus. Soweit bei kleinen Umsätzen trotz Sicherungsarbitrage Verluste entstehen, müssen sie als ein Teil der Kosten betrachtet werden.

c. Der Umfang der Sicherungsarbitrage.

Ueber den Umfang der Sicherungsarbitrage an den amerikanischen Warenterminbörsen ist folgendes zu sagen: wenn alle Interessenten des Handels, der Produktion und der Verarbeitung der verschiedenen Börsenwaren sich am Terminmarkt gegen Konjunkturrisiken sichern würden, dann würde man an den Warenterminbörsen allen Kreisen, vom Farmer bis zum Kleinhändler des verarbeiteten Rohstoffs begegnen. In Wirklichkeit ist es jedoch nicht so. Es ist vielmehr eine Seltenheit, daß beispielsweise der Farmer sein Getreide am Terminmarkt gegen Verluste durch Konjunkturrisiko schützt. Zwei Gründe halten ihn davon ab. Zunächst fehlt ihm die Erfahrung über Natur und Methoden des Terminhandels. Außerdem zieht es der Farmer meist vor, das Konjunkturrisiko selbst zu tragen, in der Hoffnung, an seinem Getreide einen Gewinn zu machen, der bekanntlich durch die Sicherungsarbitrage ebenfalls ausgeschaltet würde. Ebensowenig ist die Sicherungsarbitrage beim Kleinhändler üblich. Er sichert sich meist deshalb nicht, weil

1) sein Absatz in der betreffenden Börsenware nicht groß genug ist, und weil

2) wenn es sich um verarbeitete Börsenware handelt, der Preis der Fabrikate in keiner so engen Beziehung zum Rohstoff steht, daß Verluste, die am Rohstoff infolge Preisrückgang entstehen, sich wesentlich in seinem Geschäft auswirken bezw. durch Sicherung am Terminmarkt vermieden werden könnten.

Diese Gründe treffen auch häufig für Großhändler und Verarbeiter der Börsenware (Fabrikanten) zu. Es ist also der Kreis, der zwischen Farmer und Verarbeiter liegt, aus dem sich die Interessenten, die regelmäßig Sicherungsarbitrage durchführen, zusammensetzt. Bei Getreide sind es z. B. die Elevatorengesellschaften, die Exporteure, die Verschiffer bezw. Transportgesellschaften und die Mühlenbetriebe, die sich hauptsächlich durch Sicherungsarbitragen am Terminhandel beteiligen. Auch hier bestehen natürlich immer noch beträchtliche Unterschiede. So sind die großen Konzerne an den Sicherungsgeschäften in viel größerem Maße beteiligt als kleinere unabhängige Gesellschaften. Es wird in einer Aufstellung der „Grain Futures Administration" festgestellt, daß von 1200 Landelevatoren nahezu 44 % sich niemals sichern, von den übrigen 56 % nur ungefähr die Hälfte eine konsequente Sicherungspolitik betreibt [109]).

Für die Durchführung der Sicherungsarbitrage ist es wichtig, die Positionen im Kassa- und Terminmarkt immer im Gleichgewicht zu halten. Der Umfang der Sicherungstransaktionen schwankt daher erheblich mit dem Auf und Ab der Jahreszeiten, da es für jede Ware eine Hauptsaison gibt.

---

[109]) Hoffman, G. W., Future Trading and the Cash Grain Markets, U. S. Department of Agriculture 1932, Circ. No. 201, S. 23.

I.

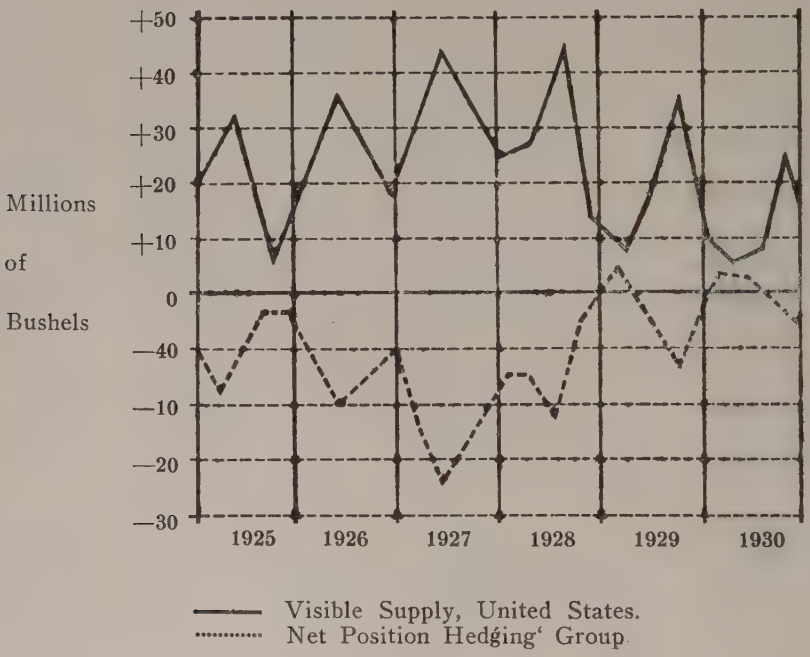
Die gesamten „Hedging"-Käufe und -Verkäufe sowie das Nettoergebnis (offene Termin-Engagements) der Maitermingeschäfte von 500 000 Bushels und mehr am Chicago Board of Trade von 1924 bis 1930 [110]).

In 1000 bushels

Datum	Die gesamten Käufe und Verkäufe		Offene Terminverpflichtungen		Sichtbare Vorräte
	Käufe	Verkäufe	Käufe	Verkäufe	
	I	II	III	IV	V
1924					
Dezember 31		11.675		11.675	18.573
1925					
März 31		15.554		15.554	34.010
Juni 30		3.225		3.225	15.021
September 30	915	3.020		2.105	5.470
Dezember 31		8.020		8.020	17.861
1926					
März 31	930	20.420		19.490	36.485
Juni 30	2.415	19.320		16.905	30.333
September 30		12.210		12.210	17.381
Dezember 31		25.565		25.565	34.512
1927					
März 31	1.606	36.410		34.804	47.244
Juni 30	1.535	27.582		26.047	34.427
September 30	2.955	21.025		18.070	23.687
Dezember 31	2.005	16.705		14.700	27.034
1928					
März 31	1.845	23.130		21.285	43.856
Juni 30	2.365	7.230		4.865	16.608
Septbr. 29	11.419	6.911	4.508	—	6.791
Dezember 31	6.227	7.922	—	1.695	17.146
1929					
März 30	2.577	15.900	—	13.323	34.150
Juni 29	1.515	5.377	—	3.862	12.748
Septbr. 30	1.980	1.825	155	—	4.197
Dezember 31	3.195	2.270	925	—	7.643
1930					
März 31	2.715	4.864	—	2.149	23.532
Juni 30	2.880	1.205	1.675	—	6.825
Septr. 30	579	1.665	—	1.086	4.684

[110]) Hoffman, G. W., a. a. O. S. 25.

Ein Vergleich der sichtbaren Maisvorräte mit den Nettodispositionen in Maiterminkontrakten der führenden „Hedger“ am Chicago Board of Trade innerhalb sechs Jahren — 31. Dezember 1924 bis 30. September 1930.



II.

Die gesamten „Hedging"-Käufe und -Verkäufe sowie das Nettoergebnis (offene Termin - Engagements) aller Mühlen, die an die Millers' National Federation berichten. 1925—1930 [111]):

In 1000 bushels

Datum	Hedging Termingeschäfte		Offene Terminverpflichtungen (Nettopositionen)	
	Käufe	Verkäufe	Käufe	Verkäufe
1925				
Januar 31	415	18.684	—	18.267
Juni 30	679	4.808	—	4.129
Dezember 31	826	14.635	—	13.809
1926				
Juni 30	11.204	10.550	645	—
September 30	35.123	9.398	25.725	—
Dezember 31	18.736	9.148	9.588	—
1927				
März 31	10.891	7.286	3.600	—
Juni 30	4.528	9.337	—	4.807
September 30	23.067	6.956	16.111	—
Dezember 31	12.317	10.569	1.748	—
1928				
März 31	11.359	11.199	160	—
Juni 30	5.005	12.140	—	7.135
September 30	33.735	7.468	25.267	—
Dezember 31	15.079	13.324	1.755	—
1929				
März 31	7.643	12.293	—	4.650
Juni 30	12.326	11.131	1.195	—
September 30	15.038	20.916	—	5.908
Dezember 31	11.506	19.041	—	7.535
1930				
März 31	10.567	9.609	958	—
Juni 30	14.707	5.846	8.861	—
September 30	21.728	26.868	—	5.141

Tabelle I illustriert die jahreszeitlichen und jährlichen Bewegungen für Mais am Chicago Board of Trade während einer Periode von sechs Jahren, von 1924 bis 1930.

[111]) Hoffman, G. W., a. a. O., S. 27.

Diese Zahlen über Käufe, Verkäufe und Nettopositionen zeigen den Umfang der Sicherungsgeschäfte in Mais am Chicago Board of Trade, dem führenden Maisterminmarkt der U. S. A. Aus den Ziffern ist zu ersehen, daß es sich bei den Sicherungsarbitragen meist um Verkäufe handelt.

In Spalte 5 der Tabelle I und in dem Diagramm auf S. 96 sind in den Nettopositionen, die aus Sicherungsarbitragen herrühren, die sichtbaren Maisvorräte, das sind die amtlich registrierten Vorräte (visible supply) in den Hauptgetreidezentren von U.S.A., gegenübergestellt. Daraus ist zu ersehen, daß, wenn die Menge der sichtbaren Vorräte groß ist, auch die Ziffer der Sicherungsarbitragen hoch ist; gehen die sichtbaren Vorräte zurück, so sinkt auch die Menge des „gehedgten" Maises. Die Korrelation der beiden Reihen ist natürlich nur eine annähernde. Dies kommt zum Teil daher, daß in die Tabelle nur die Terminverpflichtungen über 500 000 Bushels und mehr aufgenommen wurden, während die kleinen Engagements unberücksichtigt blieben. Hinzu kommt, daß nur die Sicherungsarbitragen von Chicago in den Ziffern enthalten sind, während, wie später gezeigt wird, außer am Chicago Board of Trade auch an einigen anderen Börsen Mais auf Termin gehandelt wird und Sicherungsgeschäfte abgeschlossen werden. Es ist auch zu beachten, daß von den sichtbaren Vorräten nicht diejenigen Mengen abgezogen werden konnten, die bereits im effektiven Markt verkauft sind und deshalb nicht mehr „gehedged" werden brauchen. Die Differenz genügt aber, um die jahreszeitlichen und jährlichen Schwankungen des Umfangs der Sicherungsarbitragen und ihre wichtigste Ursache, die Schwankungen in den Vorräten, zu zeigen.

Die Ankunft von Mais in den Haupthandelsplätzen ist am größten während der Zeit von Dezember bis Januar. In dieser Zeit (gewöhnlich bis März) erreichen die sichtbaren Vorräte ein Maximum, um dann bis zum Herbst allmählich zu fallen.

Was in Tabelle I und in dem Diagramm für Mais gezeigt wurde, kann nach Tabelle II auch für die übrigen Getreidesorten gesagt werden. Diese Ziffern stammen von der „Miller's National Federation". Die dieser Organisation angeschlossenen Mühlen stellen circa 50—60 % des in den U.S.A. gemahlenen Weizenmehls her. Die Angaben können deshalb zur Feststellung allgemeiner Tendenzen benutzt werden.

Auch hier sind die Sicherungsverkäufe am größten im Winter. Bei den Mühlen kommen jedoch in erster Linie Sicherungskäufe vor. Dies ist aus der Tabelle deutlich ersichtlich. Die Mühlen decken sich für ihre Lieferungsverpflichtungen nach der Ernte, also im September, im Terminmarkt ein. Daher die hohen Ziffern für den Monat September auf der Kaufseite [112]).

Aus diesen Darstellungen ist besonders deutlich ersichtlich, daß der Umfang der Sicherungsarbitragen in ganz bestimmten jahreszeitlichen, durch die Erntebewegung bedingten Schwankungen verläuft.

---

[112]) Hoffman, G. W., a. a. O., S. 25.

Neben den saisonmäßigen zeigen sich auch konjunkturelle Schwankungen. Dies hängt mit der konjunkturbedingten Lagerhaltung zusammen. Wenn die Marktvorräte ohne weiteres abgesetzt werden können, braucht man keine Sicherungsarbitrage.

d. Die Bedeutung der Sicherungsarbitrage für die amerikanische Wirtschaft.

Der Grund für die Schaffung der modernen Warenterminbörsen, wie die Kautschuk-, Seide-, Häute-, Metallbörse u. s. a. war in der Hauptsache das Bedürfnis nach Sicherung gegen das Konjunkturrisiko durch Anwendung der Sicherungsarbitrage. Auch hierin sind diese modernen Börsen weiter nichts als eine Fortbildung der alten großen Warenterminbörsen, deren Gründung in die zweite Hälfte des vergangenen Jahrhunderts fiel. Ein als richtig erkanntes Prinzip, das sich in jahrelanger Entwicklung herausgebildet hat, wird bewußt auf neue wirtschaftliche Tatbestände angewandt.

Man kann sich kaum eine Vorstellung davon machen, in welchem Umfang in den U.S.A. gerade die Warenterminbörsen der Sicherung von Konjunkturrisiken dienen. Bei der Bedeutung der Rohstoffproduktion und der Größe des effektiven Umsatzes in den an den Warenterminbörsen gehandelten Waren ist es erklärlich, daß die Sicherung der Produzenten, Händler und Verarbeiter gegen Konjunkturrisiken ein wirkliches Bedürfnis ist.

Der Erfolg dieser Ausschaltung des Risikos ist, daß sich alle Beteiligten mit einer kleineren Gewinnspanne, die ja dann keine Reserven für Konjunkturverluste zu enthalten brauchen, begnügen können.

Es ist offensichtlich, daß die gewaltigen Umsätze in U.S.A. vom Produzenten bis zum Konsumenten nur mit Hilfe großer Kredite möglich sind. Für den Gläubiger, der die Bewegung der Warenmenge finanziert, ist es eine Beruhigung, daß die finanzielle Leistungsfähigkeit seines Schuldners durch Preisschwankungen nicht beeinflußt werden kann. Daher legen die amerikanischen Banken Wert darauf, in der Hauptsache nur Waren zu beleihen, die gegen konjunkturelle Preisschwankungen durch Sicherungsarbitrage gesichert sind [113]) [114]). Das Prinzip der Versicherung, wie es bei allen möglichen Risiken, wie Feuer-, Transport-, Diebstahl- usw. -gefahr schon seit langer Zeit erfolgreich angewendet wird, wird durch die Sicherungsarbitrage den wichtigsten privatwirtschaftlichen Vorgängen, dem gesamten Marktprozeß dienstbar gemacht.

---

[113]) Pierce, Commodity Trading Guide, 1931 S. 7 ff.

[114]) Huebner, S. S., The Insurance Service Exchanges. The Annals of the Am. Acad. of Pol. and Soc. Science. May 1931, S. 2.

Nicht nur in den vorerwähnten Fällen leistet die Warenterminbörse durch die Funktion der Sicherungsarbitrage der Wirtschaft und dem einzelnen wertvolle Dienste, auch in anderen Fällen ist die Anwendung der Sicherungsarbitrage von Nutzen.

Die neuzeitlichen Geschäftsmethoden bringen es mit sich, daß der Verarbeiter der an der Börse gehandelten Rohstoffe (Fabrikant) Verkaufsabschlüsse auf zukünftige Lieferung zu festen Preisen auf einen mehr oder weniger bestimmten Termin eingehen muß. Bis zur Ausführung der Aufträge kann der Preis für das erforderliche Rohmaterial sich erheblich ändern, sodaß jeder Gewinn für den Fabrikanten entfallen, ja das Geschäft ihn regelrecht ruinieren kann. Diese Gefahr kann der Fabrikant beseitigen, indem er am Tage des Abschlusses seines Verkaufsgeschäftes die erforderlichen Rohstoffe sofort am effektiven Markt kauft. Es kann aber sein, daß er entweder nicht die erforderlichen Lagerräume für die Rohstoffe zur Verfügung oder aber nicht die Mittel hat, um größere Rohstoffeinkäufe zu finanzieren. Durch Abschluß eines entsprechenden Kaufs am Terminmarkt kann er sich von diesen Sorgen befreien, unter Erzielung genau derselben Wirkung, als wenn er effektive Ware gekauft hätte. Mit dem Kauf am Terminmarkt sichert er sich einerseits seine Kalkulationsbasis, andererseits kann er die effektive Ware dann kaufen, wenn er sie verarbeiten kann, ohne sie längere Zeit lagern zu müssen. Ferner benötigt er zum Terminkauf nicht das Kapital, das er zum Ankauf von effektiver Ware nötig hätte. Er braucht im äußersten Fall nur einen Einschuß zu zahlen [115]).

Die Praxis der Sicherungsarbitrage wird in U.S.A. in großem Maße von den Mühlenbetrieben ausgeübt und erweist sich als überaus segenbringend. So stellt die Möglichkeit der Sicherungsarbitrage einen äußerst wichtigen Vorteil dar, den die Warenterminbörsen der Wirtschaft sowie jedem Einzelnen bieten.

S. S. Hübner [116]) glaubt, daß die Börsenverwaltungen einen ernstlichen Fehler machten, als sie für das, was hier Sicherungsarbitrage genannt wurde, die Bezeichnung „Hedging" schufen. Dieser Ausdruck leitet das Publikum irre und ist farblos. Viel besser wäre es gewesen, man würde diese Art von Geschäften als Rückversicherungsgeschäfte, wie das in Japan üblich ist, bezeichnen.

C. Die Gefahren des amerikanischen Warenterminbörsenwesens und ihre Bekämpfung.

Es ist bereits deutlich geworden, daß die Warenterminbörsen ganz bedeutende Faktoren in der amerikanischen wie in der Weltwirtschaft sind. Sie erfüllen außerordentlich wichtige und wertvolle Funktionen.

---

[115]) Huebner a. a. O., S. 2.
[116]) Huebner a. a. O., S. 6.

Trotzdem wurden und werden sie immer wieder bekämpft mit der Begründung, daß sie Gefahrenherde für eine ruhige Fortentwicklung des Wirtschaftslebens darstellen. Vieles, was dem Warenterminbörsenwesen an Gefährlichem und Schädlichem nachgesagt wird, beruht auf Unkenntnis und ist unbegründet. Weniges ist begründet und stellt wirklich eine Gefahr dar. Von dieser Gefahr soll hier gesprochen werden.

1. Die Spekulation außerhalb der Warenterminbörsen.

Gemeint ist hier nicht die Spekulation, die sich auf den Warenmärkten ihr Tätigkeitsfeld sucht. Hier ist das spekulative Treiben gemeint, das die Börse selbst als Werkzeug benutzt, aber außerhalb der Börse sein Betätigungsgebiet hat. Es handelt sich um die sogenannten „Winkelbörsen" (Bucket Shops); diese sind weiter nichts als eine Art Wettbüro. Das Publikum spielt hier wie in einem Rennwettbüro auf Grund der ihm zur Kenntnis gelangenden Warenterminbörsenkurse. Diese Winkelbörsen stellen somit eine Art Terminbörsen im Kleinen dar, die nur dazu bestimmt sind, die Spielleidenschaft anzuregen und zu fördern. Das Chicago Board of Trade hat in einem jahrzehntelangen Kampf gegen diese Winkelbörsen gesiegt.

Wie sich dieser Kampf abspielte und wie er siegreich für das Board of Trade beendet wurde, soll hier gezeigt werden.

Die erste Winkelbörse wurde 1876 von Rumble & Co., die zweite 1878 unter der Bezeichnung „Free Board of Trade" eröffnet. Diese Winkelbörsen trugen äußerlich große Aehnlichkeit mit Zweigstellen der Börsen und brachten hierdurch die legitimen Börsen in Mißkredit. Daher mußten die Börsen den „bucket shops" den Kampf ansagen. Das Chicago Board of Trade gibt zu, daß es diesen Kampf lediglich aus Selbstinteresse geführt und Hunderttausende von Dollars hierfür ausgegeben hat [117]).

Von 1883 bis 1897 stand das Problem der Winkelbörsen auf jeder Versammlung des Chicago Board of Trade zur Diskussion. Die Gerichte wurden angerufen und zur Entscheidung über das Eigentumsrecht an den Börsenkursen veranlaßt. 1889 entschied ein Gericht, in Aenderung einer früheren Entscheidung, daß die an der Börse notierten Kurse öffentliches, d. h. allgemeines Eigentum und nicht Eigentum der betr. Börsen wären. Die Kurse durften danach den Winkelbörsen nicht vorenthalten werden. Ohne die sofortige Uebermittlung der Börsenkurse an die „bucket shops" können diese nicht arbeiten. Diese Gerichtsentscheidung führte zu einem erneuten Aufblühen des Winkelbörsenunwesens. 1890 beschloß das Board of Trade trotz der vorliegenden Gerichtsentscheidung die Verbreitung der Börsenkurse einzustellen. Das bedeutete jedoch nur einen Nachteil für das Board of Trade selbst, während es die „bucket shop"-Leute dennoch verstanden, sich die Kurse zu verschaffen. Ab 1882 wurden die Notierungen wieder durch die Western Union Telegraph Co. weitergegeben. 1895 existierten noch 8 „bucket

[117]) Boyle, J. E., Speculation and the Chicago Board of Trade, New York 1924, S. 89 ff.

shops" in Chicago. 1900 begann der Endkampf des Board of Trade gegen die Winkelbörsen. Um die Western Union, die bis dahin die Kursverbreitung besorgte, auszuschalten, wurde vom Chicago Board of Trade eine neue Telegraphengesellschaft gegründet. Hierdurch wurde das Monopol der Western Union gebrochen, und es kam 1801 zu einem neuen Vertrag mit der Western Union, der man gegen Zahlung von $ 30.000.— die Weitergabe der Kurse, jedoch nur an vom Board of Trade genehmigte Stellen wieder gestattete.

1905 war der Kampf gegen die „bucket shops" endgültig beendigt. Der Höchste Amerikanische Gerichtshof entschied im Falle Christie, daß Eigentümerin der Kursnotierungen allein das Board of Trade wäre. Nun konnte die Börse allein bestimmen, wem die Kurse mitzuteilen sind.

Der Marktberichtausschuß am Board of Trade übt die Kontrolle über die Weitergabe von Kursnotierungen, über alle Berichte, welche die Witterungsaussichten und Marktverhältnisse betreffen und alle sonstigen Börsennachrichten aus. Diejenigen Firmen, die für ihre Kunden einen täglichen Marktbericht herausgeben, müssen ein Exemplar des Berichtes an das Board of Trade einsenden. Sämtliche Ticker stehen unter Aufsicht des Ausschusses. Verstöße gegen die jetzt geübte Praxis werden bestraft.

Heute hat somit die Börse ein Mittel in der Hand, bei jedem Versuch, neue „bucket shops" zu errichten, einzuschreiten.

Die Gefahren des Winkelbörsenwesens bestehen darin, daß kleine Leute zum Spiel verleitet und von den Inhabern der Winkelbörsen um ihr Geld gebracht werden. Auf eine andere Gefahr wurde bereits hingewiesen: die Existenz dieser Nebenbörsen gab der Agitation gegen das Terminbörsenwesen immer neues Material zur Bekämpfung dieser grundsätzlich nützlichen Einrichtungen in die Hand und brachte sie in Mißkredit.

2. Die Spekulation an den Warenterminbörsen.

Es ist früher schon einmal festgestellt worden, daß die Terminnotierungen, wenn man größere Zeitabschnitte ins Auge faßt, mit den Kassapreisen gleich laufen. Beide Preise sind das Ergebnis von Angebot und Nachfrage, die wiederum von den vorhandenen Vorräten und vom Bedarf bestimmt werden.

Die Faktoren, die den Markt bewegen, können in natürliche und künstliche eingeteilt werden. Meist wird der Markt gleichzeitig von beiden beeinflußt.

Aus methodischen Gründen ist es jedoch zweckmäßig, beide zu trennen. Natürliche Faktoren sind solche, die bei der Produktion und der Verteilung der Ware ihre Wirkung ausüben. Künstliche sind solche, die die Menschen schaffen, meist um den Preisen eine für sie vorteilhafte Tendenz zu geben. Die ersteren sind die bedeutenderen, sie bestimmen die Grundtendenzen des Marktes. Die künstlichen Faktoren sind von geringerer Bedeutung und meist auch von geringerer zeitlicher Wirksamkeit. Sie sind in der Regel unerwünscht, jedoch nicht immer (man denke an Valorisierungsmaßnahmen und ähnliches).

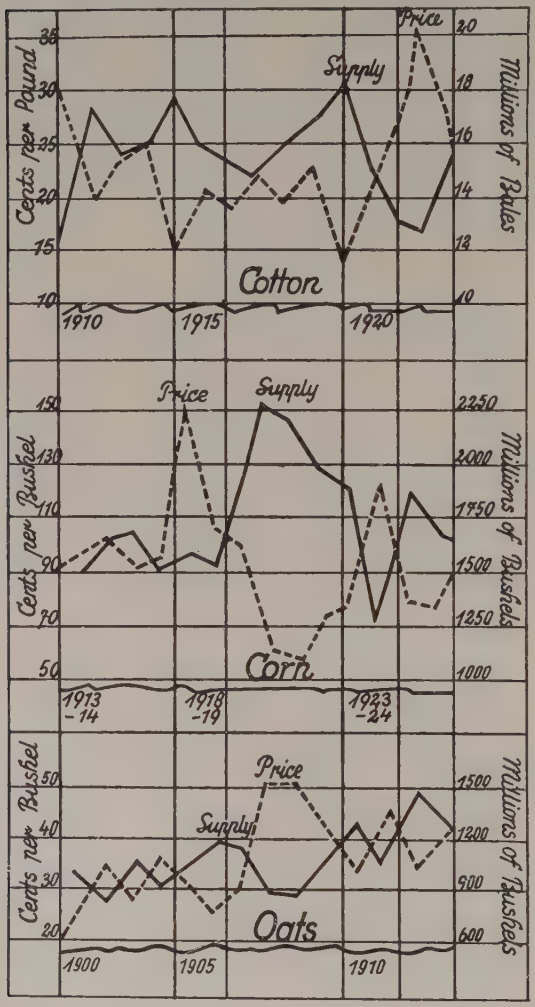
Um die Bedeutung der natürlichen Faktoren zu zeigen, wird auf beigefügte Diagramme verwiesen [118]). Sie zeigen den Einfluß der sichtbaren Vorräte für Baumwolle, Mais, Hafer für eine Zeit von 15 Jahren auf die Preise. Trotz der überwiegenden Bedeutung dieser natürlichen Faktoren, ist es möglich und wird immer wieder versucht, den Markt auf künstliche Weise zu beeinflussen (Manipulieren) [119]).

Das einfachste und häufig sehr erfolgreiche Mittel zur Manipulierung des Marktes ist die Verbreitung falscher Nachrichten über alle Faktoren, die für die Preise von Bedeutung sind.

---

[118]) s. S. 104.
[119]) s. S. 105.

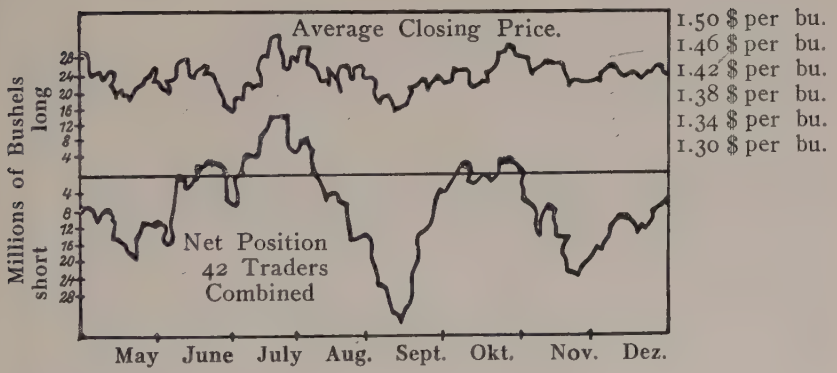
Vergleich von Angebot und Preis für 3 Waren in einem Zeitraum von 15 Jahren [120]).



[120]) Hoffman, G. W., Factors offelting Prices on organized Commodity Markets. The Annals of the American Academy of Political and Social Science. May 1931, S. 93.

Netto-Engagements von 42 führenden Spekulanten am Chicago Board of Trade, verglichen mit den täglichen Durchschnittsschlußpreisen der wichtigsten Termine für die Zeit vom 30. April bis 31. Dezbr. 1931.

Aus „Annals, Factors Affecting Prices on Organized Commodity Markets". G. W. Hoffman, S. 96 ff.



Aus dem Diagramm ist zu ersehen, daß jeder Veränderung in den Netto-Engagements eine entsprechende Preisbewegung gegenübersteht. Der Korrelationskoeffizient ist nicht 100%, aber er beträgt immerhin 71 %. Aus dieser Tatsache geht hervor, daß die Korrelation mehr als ein Zufall sein muß.

Die Gleichmäßigkeit in der Bewegung der beiden Kurven läßt einen engen Zusammenhang erkennen, wenngleich sie noch nicht die Kausalität beweist, denn es könnte auch so sein, daß die Preisbewegung die Warenhändler anreizt, Geschäfte zu machen. Eingehende Studien lassen jedoch vermuten, daß die Initiative nicht von den Preisen, sondern von den Händlern ausgeht [121]).

Bei näherer Untersuchung des Materials zu vorstehendem Diagramm ergab sich nämlich folgende Tatsache. Die Uebereinstimmung zwischen Netto-Engagements und Preisen erreichte bei den fünf größeren Spekulanten einen ähnlich hohen Prozentsatz wie oben, nämlich 72 %, während bei den übrigen 37 Großspekulanten die Korrelation keine so große und gleichmäßige ist.

Alle diese Börsenhändler haben große Kapitalien zur Verfügung und die Möglichkeit, den Markt genau zu beobachten. — Es erscheint daher unbegründet, anzunehmen, daß nur die 5 größten Spekulanten Einblick in die zukünftige Preisentwicklung hätten und alle übrigen nichts dergleichen. Es ist allgemein bekannt, daß erfahrene Börsenspekulanten zuweilen eine überraschende Gabe, die kommende Entwicklung vorauszusehen, haben. Dies kann aber nicht in so hohem Grade der Fall sein, daß die Uebereinstimmung zwischen der Preistendenz und den Geschäftsabschlüssen fortgesetzt so vollständig ist, wie aus dem Diagramm angenommen werden müßte. Daraus muß man schließen, daß die Preisentwicklung durch die Geschäfte der 5 Großspekulanten nicht unwesentlich bestimmt wurde. Die Uebereinstimmung des Geschäftsumfanges mit der Preisentwicklung ergab sich also nicht aus der besonderen Tüchtigkeit der 5 größten Spekulanten, sondern vielmehr aus der Tatsache, daß die Preise durch ihre Transaktionen beeinflußt wurden.

Levinsohn, Richard (Morus) und Pick berichten ein klassisches Beispiel hierfür [122]):

„Im Januar 1928 notierte an der Börse von Winnipeg der Bushel Weizen gegen 130 Cents. Zu dieser Zeit faßte der Westkanadische Weizenpool, der einen bedeutenden Teil der kanadischen Weizenproduktion kontrolliert, den Entschluß, eine große Haussepartie an den Börsen von Winnipeg und Chicago durchzuspielen. Dazu kaufte er — seine Gewinne waren in zwei vorhergehenden guten Jahren rasch gestiegen — etwa 50 Millionen Bushel Weizen vorsichtig bei einem Durchschnittskurs von 131 Cents in Winnipeg auf. Seine Verpflichtung von über 65 Millionen Dollar war mit weniger als 8 Millionen gedeckt. Die offiziellen kanadischen Ernteschätzer waren aus hier nicht näher zu

---

[121]) s. S. 99.

[122]) Levinsohn, Richard, (Morus) and (Franz) Pick. Sinn und Unsinn der Börse, Berlin 1933, S. 153 ff.

untersuchenden Gründen dem Pool freundlich gesinnt. Die Weizenpreise hatten seit vier Monaten nur geringe Schwankungen aufgewiesen und bewegten sich in Chicago wie in Winnipeg innerhalb dieser Zeit zwischen 128 und 137 Cents. Ein Haussespiel in großem Ausmaße zur Tendenzbeeinflussung schien umso aussichtsreicher, als der Pool, wie gesagt, der wohlwollenden Neutralität der statistischen Autoritäten im eigenen Lande sicher war und vor April keine offizielle Schätzung des Weizenbaues auf der Nordhemisphäre stattfand.

Die Kurse in Winnipeg begannen schon gegen Ende Januar anzuziehen. Da gelang es dem Pool, sich mit einer bekannten Spekulantengruppe des Weizenmarktes in Chicago, mit Julius Barnes und seinen Freunden zu verbünden. Denn mit den Barnesleuten hatte er schon ein Jahr vorher eine erfolgreiche Haussepartie in Maiweizen in Winnipeg von 140 bis 157 Cents gespielt und einige Millionen daran verdient. Diesmal aber sollte das Syndikat noch mehr Gewinn bringen. Die Barnesgruppe unternahm sofort einen großen Propagandafeldzug. Sie kabelte an alle ihre Geschäftsfreunde in den Staaten und in Europa, daß die kommende Ernte sehr schlecht ausfallen würde und riet ganz offen zum Kauf von Weizen in Chicago. Die Tips wurden vielfach befolgt und die Haussespekulation wirkte sich in den Kursen aus, die im Februar in Chicago schon auf 150 Cents stiegen.

Da kamen jedoch plötzlich offizielle Regierungsmeldungen aus Argentinien, die von einer ganz außergewöhnlich guten Ernte berichteten. Diese Meldungen drückten auf die amerikanischen Weizenmärkte, und in Chicago sanken darauf die Kurse von 150 auf 135. Barnes und der Pool spielten aber zusammen auf 100 Millionen Bushels, also über 130 Millionen Dollar, und hatten auf ihren Kaufpreis durch die argentinischen Ereignisse schon jeder 5 Millionen Dollar verloren. Sie mußten also, wenn sie ihr aussichtslos erscheinendes Spiel gewinnen wollten, eine „Umarbeitung" der argentinischen Statistiken vornehmen. Spesen spielten da keine Rolle mehr. So wurde ein kleines Heer amerikanischer Ernteberichterstatter nach Argentinien entsandt. Die Kurse an den amerikanischen Weizenmärkten wurden täglich mit neuen Kabeln aus La Plata von den Barnes-Leuten „gestützt", die Märkte wurden immer größer und die Tagesumsätze stiegen auf 120 bis 150 Millionen Bushel an. Die offiziellen argentinischen Ernteschätzungen aus Buenos Aires wurden mit allen Mitteln der geschickten amerikanischen Propagandatechnik unglaubwürdig gemacht, und die Weltspekulation begann die gefälschten Zahlen der Pool-Barnes-Gruppe zu glauben. Der Weizenpreis stieg weiter von 140 bis 175. In Chicago folgte man der Barnes-Propaganda sogar soweit, daß im April bereits der Kurs für greifbare 215 Cents betrug.

Nachdem Barnes und der Pool je 50 Cents am Bushel, also jeder über 25 Millionen Dollar verdient hatten, gingen beide bei etwa 190 Cents aus ihren Engagements heraus, als sie nämlich erfuhren, daß die argentinische Regierung die Tätigkeit ihrer „Erntekorrespondenten" in Buenos Aires verbieten wollte. Der argentinische Staatspräsident Irrigoyen gab eine öffentliche Erklärung ab, in der er die Methoden der

Chicagoer Spekulation heftig kritisierte und den Nachweis erbrachte, daß die Statistiken Argentiniens richtig, die der nordamerikanischen Berichterstatter jedoch gefälscht waren. Die Barnes-Leute reisten darauf ruhig nach Chicago zurück, Irrigoyen sandte eine diplomatische Beschwerde nach Washington, der Weizenpreis in Chicago aber fiel auf 150 Cents. Die Mitläufer erlitten schwere Verluste“ [123]).

Nicht immer handelt es sich bei diesen Vorgängen um großangelegte Fälschungen von Statistiken und Ernteberichten wie im Beispiel oben. Häufig wird derselbe Zweck durch die mündliche Weitergabe einer unwahren Nachricht über die Absicht eines Großspekulanten über bevorsehende Staats- und sonstige Meldungen erreicht. Die Börsen sind außerordentlich empfindliche Organisationen, und was im allgemeinen ihr Vorteil ist, diese besondere Sensibilität, wird hier zu einer ausgesprochenen Gefahr[124]). Der Markt reagiert nämlich sofort auf diese falschen und gefärbten Nachrichten, und die Verbreiter dieser Falschmeldungen haben ihren Vorteil daraus gezogen. Wenn sich die Gerüchte als unbegründet erweisen, schlägt die Börsentendenz in die entgegengesetzte Richtung um und alle diejenigen, die diesen Gerüchten Glauben geschenkt hatten, erleiden Verluste.

Nicht nur das bisher gekennzeichnete spekulative Treiben stellt eine künstliche Beeinflussung des Marktes dar, sondern auch spekulative Börsengeschäfte, die einen gewissen Umfang an einem Börsentage überschreiten, verursachen eine übermäßige Preisbeeinflussung.

Die Aktionen der Großspekulation sind also in der Lage, die Preise über die natürliche Tendenz hinaus zu manipulieren, ohne daß mit Gerüchten oder anderen unlauteren Mitteln gearbeitet wird. Meist liegt aber bei diesen Manipulationen die Absicht vor, den Markt zu beeinflussen.

Die schlimmsten Auswüchse dieser Art sind die Corners[125]). Diese Transaktionen vollziehen sich in folgender Weise: ein oder mehrere Großspekulanten (Syndikat) kaufen in großem Stile an der Terminbörse, um die Preise nach oben zu treiben. Mit dem Steigen der Preise folgen ihnen die mittleren und kleinen Spekulanten und tragen so ebenfalls zur weiteren Steigerung der Preise bei. Während dieser Vorgänge an der Börse kaufen diejenigen, die den Corner inszenieren, am Kassamarkt alle verfügbare und gegen Terminkontrakt andienbare Ware auf. Wenn dann die von der Großspekulation abgeschlossenen Terminkäufe zu erfüllen sind, ist keine andienbare Ware im Markt vorhanden. Da die Terminkäufer im freien Markt dadurch keine Ware zur Erfüllung ihrer Kontrakte erhalten können, sind sie von der Großspekulation abhängig und müssen sich deren Preisfestsetzung gefallen sallen.

Aus diesen Ausführungen ist ersichtlich, daß zu diesen Corners außerordentlich große Mittel erforderlich sind. Trotzdem sind sie früher wiederholt vorgekommen, wie nachfolgende Ausführungen zeigen:

---

[123]) Levinsohn, R., Morus and Pick, F. a. a. O., S. 155.
[124]) Hellauer, Josef, System der Welthandelslehre, Berlin 1910. S. 235.
[125]) Hellauer, Josef, a. a. O., S. 464.

Der berühmteste aller Corners war der des Mr. B. P. Hutschinson im Jahre 1888 am Chicago Board of Trade. Die Einzelheiten seiner Machenschaften sind außerordentlich interessant, Hutschinson oder „Old Hutch", wie er am Chicago Board of Trade genannt wurde, hatte sich vorgenommen, der Welt den Weizenpreis zu diktieren. Er besaß, als er zum Schlage ausholte, bereits ein größeres Vermögen. Er kaufte in den Monaten Mai—Juni 1888 sehr große Getreidemengen an der Börse zur Lieferung im September. Anfangs Juli geschah etwas, das von Hutchinson sicher nicht ganz unbeabsichtigt gewesen ist. Old Hutch stürzte von einer eisernen Treppe herunter. Wie ein Lauffeuer verbreitete sich daraufhin das Gerücht, „Old Hutch" sei tot. Man sprach davon, er hätte, weil er seine Septemberkäufe nicht abnehmen konnte, Selbstmord begangen. Eine Panik trat ein, und während dieser Zeit kauften die Makler des Hutchinson zu billigen Preisen alle Terminkontrakte, die sie bekommen konnten, während Old Hutch im Krankenhaus genau die Ernteberichte studierte. Diese Käufe wurden die ganzen Sommermonate über fortgesetzt. Hutch kaufte nicht nur Terminweizen, sondern auch allen effektiven Weizen, dessen er habhaft werden konnte. Im August 1888 trafen die ersten Berichte über eine ungünstige Ernte ein, die Hutchinson aufgrund seiner Berechnungen und Informationen voraus geahnt hatte. Als es langsam klar wurde, daß aller effektiver Weizen in der Hand Hutchinsons vereinigt war und er gleichzeitig so große Terminkäufe offen hatte, entstand eine außergewöhnliche Hausse auf dem Weizenmarkt. Hutchinson ließ sich jedoch nicht in der sorgsamen Ausführung seines Planes stören. In letzter Stunde wurden von den großen Bankiers des Ostens alle Mittel aufgeboten, um Hutchinson entgegenzutreten. Man bot Hutchinson an der Börse Fantasiemengen von Getreide zum Preis von $ 1.— per Bushel an, in der Hoffnung, er würde sie nicht mehr aufnehmen, was ein Sinken der Preise zur Folge gehabt hätte. Hutchinson ging jedoch nicht in die Falle, sondern ließ diese Mengen von seinen Maklern aufnehmen. Als nun Old Hutch an der Börse gefragt wurde, was er von den Getreidepreisen halte, antwortete er, er fände sie noch außerordentlich niedrig und man müsse bald mit sehr viel höheren Preisen rechnen. Augenblicklich sprangen die Preise auf $ 2.— und Old Hutch konnte einen großen Teil seines Getreides, das er zu 85 cts. gekauft hatte, zu $ 2.— verkaufen. Er hatte den Markt völlig in der Hand.

Die Geschichte des Chicago Board of Trade kennt noch zwei andere große Corners, den Leiter Corner 1888 und den Patten Corner 1909, die aber nicht die Bedeutung des Hutchinson Corner erreichten. Während der Hutchinson Corner seinem geistigen Vater außerordentlichen Gewinn brachte, war der Leiter Corner ein Verlustgeschäft. Leiters Verlust wurde auf 1—3 Millionen Dollar geschätzt: Er war nicht in der Lage, seine Kontrakte zu erfüllen und wurde von der Börse ausgeschlossen[126]).

---

[126]) Boyle, J. E., Speculation and the Chicago Board of Trade. New York 1829, S. 42.

Diese Corners bedeuten eine große Gefahr sowohl für den Börsenhandel als auch für die gesamte Wirtschaft. Die durch das Verhalten der Großspekulation veranlaßte künstliche Preissteigerung muß nach Durchführung des Corners wieder auf den natürlichen, durch Nachfrage und Angebot bedingten Preisstand zurücksinken. Dann haben alle diejenigen, die zu den künstlich überhöhten Preisen gekauft haben, Verluste erlitten; da aber in U.S.A. sich die ganze Wirtschaft an den Börsenpreisen orientiert, bleiben die Verluste nicht auf die Börsenkreise beschränkt.

Da die Gefahren dieser Corners offensichtlich sind, hat man schon frühzeitig begonnen, sie zu bekämpfen. Heute machen beispielsweise die Satzungen des Chicago Board of Trade die Durchführung eines Corners beinahe unmöglich insofern, als eine Entscheidung des Höchsten Gerichtshofes der U.S.A. die Bestrebungen der Börsen unter den Schutz des Antitrust-Gesetzes stellt. Weiterhin werden die Bemühungen der Börsenverwaltungen zur Verbesserung der Statuten im Kampf gegen solche Auswüchse unablässig weitergeführt. Hellauer[127]) weist im übrigen auch darauf hin, daß neben den Bestrebungen des Staates zur Bekämpfung der Auswüchse der Spekulation, diejenigen der Leitungen der Terminmärkte durch Bestimmungen und persönliche Einflußnahme auf die Mitglieder erfolgversprechend sind [128]).

Wenn schon früher zum Aufbau eines Corners außerordentlich große Mittel erforderlich waren, so wären bei den heutigen Umsätzen an den großen Terminbörsen solche Summen erforderlich, wie sie einer einzelnen Person oder einer kleinen Minderheit nie zur Verfügung stehen. Die Geschichte der Corners zeigt, daß nur die wenigsten für ihre Urheber erfolgreich gewesen sind, dann allerdings in einem großen Maße. Heutzutage hält kein Mensch mehr einen Corner für ein gutes Geschäft.

Eine weitere Gefahr, die mit dem Börsenterminwesen verbunden ist, erwächst aus dem Einschußwesen. Gemeint sind hier nicht die Einschußforderungen, die das Clearing-Haus an die Clearingmitglieder richtet, sondern die Einschüsse, die an die Kommissionäre von den Kunden zu leisten sind. Es ist früher bereits gesagt worden, daß die Kommissionäre wohl berechtigt sind, Einschüsse zu verlangen, aber von einer Anforderung absehen können. Es kommt vor, daß die Kommissionsfirmen in dem Augenblick von ihren Kunden Einschüsse bzw. Nachschüsse verlangen, wenn diese am wenigsten in der Lage sind, sie zu leisten. Sie zwingen dadurch die Kunden, ihre Börsengeschäfte zu liquidieren, wodurch diesen ein Verlust entsteht. Es kommt aber auch vor, daß die Kommissionäre mit den hinterlegten Einschüssen der Kunden Geschäfte machen, bei denen Verluste entstehen, sodaß die Kunden auf diese Weise Schaden erleiden können [129]).

---

[127]) Hellauer, J. System der Welthandelslehre. Berlin 1910, S. 443.
[128]) Hellauer, J. a. a. O., S. 445.
[129]) s. S. 54.

Zur Bekämpfung dieses Unwesens könnte noch manches geschehen. Hoffman schlägt vor, daß

1) die Kommissionshäuser vom Staate konzessioniert werden sollen; auf diese Weise hätte der Staat die Möglichkeit einer Kontrolle;
2) sollen die Kommissionshäuser durch Gesetz gezwungen werden, die ihnen von den Kunden gegebenen Einschüsse gesondert von ihrem Vermögen zu verwalten;
3) sollen die Kommissionshäuser veranlaßt werden, die Einschüsse bei vom Staate zugelassenen Banken zu hinterlegen.

Auf diese Weise könnten die Mißbräuche des Einschußwesens mit Erfolg eingeschränkt werden[130]).

Zusammenfassend kann festgestellt werden, daß die hier geschilderten Gefahren des Warenterminbörsenwesens mit mehr oder weniger Erfolg bekämpft wurden und daß im allgemeinen die Börsen die Mittel in der Hand haben, diesen Mißständen abzuhelfen[131]).

---

[130]) Hoffman, G. W., Future Trading upon Organised Commodity Markets. Philadelphia 1932, S. 347 ff.
[131]) Hellauer, J .,a. a. O., S. 236.

II. Spezieller Teil.

Die wichtigsten Warenterminbörsen in U. S. A.

Es gibt in U.S.A. zurzeit 23 verschiedene Warenterminbörsen. An diesen Terminmärkten wird Getreide, Baumwolle, Kammzug, Kaffee, Zucker, Melasse, Kakao, Zinn, Kupfer, Silber, Rohseide, Gummi, Häute, Baumwollsaat und -öl, Flachs- und Feldsaat, Fleischprodukte, Speck,

Umsätze an den amerikanischen Getreideterminbörsen im Jahre 1929 in Millionen Dollars.

Börse:	Terminhandels Anfang des	Ware:	Umsatz in Mill. Doll.
Chicago Board of Trade	1859	Weizen	19605.5
		Mais	4310.3
		Hafer	419.7
		Roggen	382.1
Minneapolis Chamber of Commerce	1890	Weizen	1572.8
		Hafer	53.1
		Roggen	45.8
		Gerste	57.2
Kansas City Board of Trade	1899	Weizen	1062.6
		Mais	220.8
		Hafer	0.0
Chicago Open Board of Trade	1880	Weizen	619.9
		Mais	127.1
		Hafer	3.3
		Roggen	0.3
Duluth Board of Trade	1885	Weizen	493.1
		Roggen	44.6
		Gerste	0.6
Milwaukee Board of Trade	1865	Weizen	45.6
		Mais	28.7
		Hafer	4.9
		Roggen	3.4
St. Louis Merchants Exchange	1872	Weizen	36.1
		Mais	8.0
Portland Grain Exchange	1929	Weizen	18.6
Seattle Grain Exchange	1926	Weizen	15.9
Omaha Grain Exchange [1])	1904	Weizen	0.0
New York Produce Exchange [2])	1870	Weizen	0.0
San Francisco Ch. of Comm.	1912	Gerste [3])	0.0
Los Angeles Grain Exchange	1917	Gerste [3])	0.0

[1]) wurde im Juni 1930 neuorganisiert.
[2]) wurde im März 1931 neuorganisiert, Datum von 1870 wird angenommen.
[3]) tatsächlicher Umsatz 4000 bu.

lebende Schweine, Butter, Eier und Kartoffeln gehandelt. Unter diesen Warenterminbörsen sind, hinsichtlich der an ihnen getätigten Umsätze, die bedeutendsten die Getreide- und die Baumwollterminbörsen. In großen Abständen folgen ihnen die anderen Börsen; dies ist aus den nachstehenden Aufstellungen zu ersehen.

Umsätze an den übrigen amerikanischen Warenterminbörsen im Jahre 1929 in Millionen Dollar.

Börse:	Anfang des Terminhandels	Ware:	Umsatz in Mill. Doll.
New York Cotton Exchange	1870	Baumwolle	7740.6
	1931	Kammzug	0.0
New Orleans Cotton Exchange	1880	Baumwolle	3007.9
	1925	Baumwollsaatöl	15.3
Chicago Board of Trade	1924	Baumwolle	134.4
	1859	Fleischprodukte	151.3
New York Produce Exchange	1904	Baumwollsaatöl	102.0
Memphis Merchants Exchange	1929	Baumwollsaat	30.7
Duluth Board of Trade	1892	Flachssaat	57.2
Minneapolis Chamber of Commerce	1920	Flachssaat	64.2
Toledo Board of Trade	1862	Feldsaat	0.5
N. Y. Coffee and Sugar Exchange	1882	Kaffee	281.0
	1914	Zucker	
	1931	Melasse	0.0
N. Y. Cocoa Exchange	1925	Kakao	143.0
Rubber Exchange of N. Y.[4])	1926	Gummi	226.7
Nat. Raw Silk Exch. N. Y.[4])	1928	Seide	140.7
Nat. Metal Exch. of N. Y.[4])	1928	Zinn	41.7
	1929	Kupfer	2.4
	1931	Silber	0.0
New York Hide Exchange[4])	1929	Häute	45.5
Chicago Mercantile Exchange	1919	Butter	127.1
	1919	Eier	197.4
	1931	Kartoffeln	0.0
N. Y. Mercantile Exchange	1925	Butter	0.3
	1925	Eier	24.4
St. Louis Merchant Exchange	1929	Kleie (Futterm.)	19.9
Chicago Livestock Exchange	1930	Leb. Schweine	0.0[5])

[4]) Diese vier Warenterminbörsen wurden am 1. Mai 1933 zur „Commodity Exchange of New York" vereinigt.

[5]) Hoffman, G. W., Future Trading upon Organized Commodity Markets, Philadelphia 1933, S. 54.

Im Folgenden werden die einzelnen Börsen, geordnet nach der Größe ihrer Umsätze im Jahre 1929 besprochen.

Der Terminhandel an den einzelnen Börsen und der verschiedenen Waren geordnet nach ihrem Anteil am Gesamtterminhandel.

	%		%
Chicago Board of Trade	59.1	Weizen	55.5
New York Cotton Exchange	18.3	Mais	11.1
New Orleans Cotton Exchange	7.2	Hafer	1.1
Minneapolis Chamber of Com.	4.2	Roggen	1.1
Kansas City Board of Trade	3.0	Baumwolle	25.7
N. Y. Coffee and Sugar Exchange	2.0	Zucker	1.4
Andere Börsen [6])	6.2	Andere Waren	4.1
Gesamtumsatz der Börsen	100%	Gesamtumsatz d. Waren	100%[7])

Wie in der Einleitung festgestellt, ist die Organisation bei allen Börsen im wesentlichen dieselbe. Das gilt auch für den ganzen Geschäftsverkehr. Die Darstellung der einzelnen Börsen kann sich deshalb auf historische Angaben, sowie auf Daten über Geschäftsumfang, Mitgliederzahl, Kontraktmenge, Warenqualitäten, Gebühren etc. beschränken. Wie aus den Tabellen zu ersehen ist, stehen an erster Stelle die Getreidebörsen. Es gibt nicht weniger als 40 Getreidemärkte, an welchen Termingeschäfte abgeschlossen werden können[8]). Von diesen Terminmärkten ist der in jeder Hinsicht führende der am „Chicago Board of Trade", denn während die übrigen 39 Märkte zusammen den stattlichen Umsatz von 800 Millionen bushels im Jahr haben, so werden in Chicago allein rund 400 Millionen bushels Getreide im Jahr umgesetzt. Hinsichtlich des Umsatzes folgt Minneapolis als nächst wichtiger Getreideterminmarkt, jedoch in beträchtlichem Abstand hinter Chicago.

1. Der Terminmarkt für Getreide am Chicago Board of Trade.

Am Chicago Board of Trade gibt es neben dem Terminmarkt für Getreide auch einen sehr bedeutenden, ja für U. S. A. dem bedeutendsten effektiven Getreidemarkt, an dem außerdem neben Getreide auch Baumwolle und Fleischprodukte auf Termin gehandelt werden. Der Baumwoll- und Fleischterminmarkt hat aber keine allzu große Bedeutung. Das Chicago Board of Trade wurde 1848 als freiwillige Vereinigung gegründet. Erst nachdem der Getreide-

[6]) Bei keiner dieser Börsen übersteigt der Umsatz 2%.
[7]) Hoffman a. a. O., S. 10.
[8]) Boyle, Speculation and the Chicago Board of Trade, New York 1924, S. 14.

handel sich erheblich ausgedehnt und an Bedeutung gewonnen hatte, wurde 1856 eine Getreideterminbörse organisiert. Am 18. Februar 1859 erfolgte dann die Inkorporierung. Durch ein Spezialgesetz des Staates Illinois erhielt das Chicago Board of Trade seine „Charter of Incorporation", und ist somit, wie alle anderen Warenterminbörsen, eine Körperschaft.

Das Interesse an der Börse war jedoch sehr gering, sodaß es zu keinen regelmäßigen Zusammenkünften der Mitglieder kam. Die Mitgliederzahl betrug ursprünglich nur 38. 1855 griff man zu dem bezeichnenden Hilfsmittel, der jungen Vereinigung durch Einrichtung eines appetitlichen Lunch-Raumes und eines gemütlichen Lesezimmers eine größere Anziehungskraft zu geben. Bis 1860 ging die Entwicklung nur langsam voran. Dann kam — nach dem amerikanischen Bürgerkrieg — der Aufschwung, und die Mitgliederzahl erhöhte sich bis 1860 auf 625 [9]). Heute (20. 9. 1933) beträgt die Zahl der Mitglieder 1549 [10]). Wie geschätzt die Mitgliedschaft beim Chicago Board of Trade ist, geht aus einer Notiz der Frankfurter Zeitung vom 13. März 1933 (Nr. 194, S. 6) hervor, worin es heißt: „Roosevelts Botschaft an den Kongreß hat hier eine lebhafte Nachfrage nach der Mitgliedschaft zum Chicago Board of Trade ausgelöst. Für einen Sitz wurden gestern $ 6000.— bezahlt, gegen $ 4000.— vorgestern. Jetzt werden bereits $ 7.800.— für einen Börsensitz gefordert". Chicago, das früher der Schauplatz vieler Corners[11]) gewesen ist, trägt auch heute noch den Charakter eines überwiegend spekulativen Marktes. Wer jedoch glauben würde, die Zahl der professionellen Spekulanten sei besonders groß, täuscht sich. Boyle schätzt die Zahl der ausgesprochenen Spieler unter den Mitgliedern auf rund 100 am Chicago Board of Trade [12]). Richtig ist, daß diese verhältnismäßig kleine Gruppe gelegentlich sehr große Transaktionen spekulativer Natur durchführt. Die „Outsider" und „Amateure" pflegen diesen Börsenmanövern zu folgen, wodurch dann der Markt seinen ausgesprochenen spekulativen Charakter erhält.

Neben den vorerwähnten Berufsspekulanten spielt die Gruppe der „Pit Scalpers" [13]) an der Getreideterminbörse eine beträchtliche Rolle. Boyle schätzt ihre Zahl auf 40 am Chicago Board of Trade [14]).

Diese „Pit scalpers", deren Spekulationstechnik früher geschildert wurde, bilden ein wichtiges Element des Warenterminmarktes. Sie sorgen dafür, daß es zu keinem Stillstand im Markt kommt und tragen dazu bei, daß ein fortlaufender Handel am Terminmarkt stattfindet.

---

[9]) Schuhmacher, H., Der Getreidehandel in U.S.A. und seine Organisation, Jahrb. f. Nat. u. Stat. III. F. XI. Bd. 1896, S. 43.
[10]) Pierce, Mitteilung v. 20. 9. 33.
[11]) Boyle, James E., Speculation and the Chicago Board of Trade, S. 67 ff.
[12]) Boyle, a. a. O., S. 42.
[13]) Siehe S. 18.
[14]) Boyle, James, E., Chicago Board of Trade what it is and what it does, S. 41.

Die Räume des Chicago Board of Trade befinden sich in einem eigenen 44 Stock hohen Gebäude in der La Salle Street. Dieses Gebäude beherbergt 7000 Menschen, darunter viele Angestellte von Mühlen- und Exportfirmen, Bank-Organisationen, Elevatoren-Gesellschaften und verschiedenen Handels-, Finanz-, Industrie- und Landwirtschaftsbüros.

An der Spitze des 609 Fuß hohen, das ganze Geschäftszentrum beherrschenden Gebäudes befindet sich eine Aluminium - Statue, der Göttin der Ernte, Ceres [15]).

In den unterirdischen Stockwerken befinden sich zwei Restaurants und der Tresorraum der Chicago Board of Trade Safe Deposit Company. Das ganze 4., 5., 6. und Teile des 3. und 7. Stockwerkes hat das Chicago Board of Trade inne. Der große Börsenraum erstreckt sich vom 4. bis 8. Stockwerk, ist 57 Fuß hoch und eine der größten Handelshallen der Welt. Im 4. Stock ist auch das Telegrafenbüro und die Radioanlage untergebracht, von denen fortlaufend während der Geschäftsstunden die Kursberichte ausgegeben werden. Die Verwaltungsräume sind im 5. Stock. Sämtliche Räume sind mit den modernsten Errungenschaften des Wohnungsbaues ausgestattet und künstlerisch ausgestaltet. Es wird sogar, echt amerikanisch, behauptet, das Gebäude des Chicago Board of Trade sei die Kathedrale der Börsen von U.S.A.

Die Preise für die Mitgliedschaft am Chicago Board of Trade sind verhältnismäßig hoch. Am 19. 6. 1933 wurden für einen Börsensitz $ 9.500.— gezahlt. Der Terminhandel in den verschiedenen Börsenwaren spielt sich in dem großen Börsenraum, dem „Floor", ab. An vier „Pits", je einem für Weizen, Mais, Hafer und Roggen, werden die Terminabschlüsse vorgenommen. Im Börsensaal befinden sich 100 Telefonzellen und 150 Fernschreiber (Tickers). Große, an den Wänden auf Estraden zu beiden Seiten des Börsenraumes angebrachte Tafeln zeigen die letzten Preise und Zahl der Abschlüsse für die verschiedenen Börsenwaren. Ferner findet man hier die neuesten Ziffern über Export, Import, sichtbare Voräte, Erntebewegung, Transport und Verschiffung. Eine große Wetterkarte, die vom Ackerbauamt der Regierung gestellt wird und unter dauernder Kontrolle steht, zeigt an jedem Morgen das Wetter in sämtlichen Getreidegebieten an und zwar Windrichtung, Niederschläge, Bewölkungsschwankungen und Barometerstand. Diese Angaben, insbesondere ihre Veränderungen, werden von den Börsenhändlern eifrig beobachtet [16]).

Es werden vier Getreidearten am Terminmarkt des Chicago Board of Trade gehandelt, nämlich Weizen, Mais, Hafer und Roggen. Die Kontraktmenge beträgt 5000 bushels.

Der Gesamtumsatz betrug im Jahre 1932 in

Weizen:	8.078.181.000 bushels [17])
Mais :	1.497.000.000 bushels
	9.757.181.000 bushels.

[15]) Dies, E. J., „Where Trade Tides converge", 1931, S. 47.
[16]) Boyle, a. a. O., S. 10.
[17]) Lt. Mitteilung von Pierce & Co., New York, 1933.

Bemerkenswert ist, daß die Umsätze in den letzten Jahren ganz erheblich zurückgegangen sind. Sie betrugen noch 1929 in

Weizen:
Mais:
Hafer:
Roggen:
} 19.042.047.000 bushels.

Die Ziffern für 1932 enthalten nicht die umgesetzten Mengen an Hafer und Rogen, hierdurch wird jedoch die Feststellung über den Rückgang der Umsätze nicht widerlegt, denn aus der Tabelle auf Seite 112 f. geht hervor, daß diese Getreidearten wertmäßig nur $^1/_{25}$ der Umsätze am Board of Trade ausmachen.

Die dem Kontrakt zugrunde liegenden Qualitäten (Basisgrade) sind [18]) :

für Weizen: Nr. 1 u. 2 harter Winter-Weizen (hard winter wheat),
Nr. 1 u. 2 gelber Winter-Weizen (yellow winter wheat),
Nr. 1 u. 2 roter Winter-Weizen (red winter wheat),
Nr. 1 nordischer Frühjahrs-Weizen (nothern spring wheat),
für Mais: Nr. 1 u. 2 gemischtes Korn (mixed corn),
für Hafer: Nr. 2 weißer Hafer (white oats),
für Roggen: Nr. 1 u. 2 Roggen (rye) [18]).

Gegen Terminkontrakte des Chicago Board of Trade sind jedoch nicht nur die Basisgrade, sondern noch eine Reihe anderer Qualitäten andienbar.

Die andienbaren Grade sind folgende [19]):

Weizen:

Klasse I. Hard red Spring: dark northern, northern, red Spring.

Jede der drei Klassen ist in 6 Gradierungen eingeteilt:

1. Hard spring wheat Dark northern, northern red — Nr. 1 mindestens 60 lbs. Gewicht pro bu.
2. „ „ 2 „ 57 lbs. „ „ „
3. „ „ 3 „ 55 lbs. „ „ „
4. „ „ 4 „ 53 lbs. „ „ „
5. „ „ 5 „ 50 lbs. „ „ „
6. Sample Grades: Weizen, der nicht in die oben klassifizierten Grade fällt, da minderwertiger.

---

[18]) Pierce, Commodity Trading Guide, S. 23.
[19]) Student, K., Der Warenterminhandel an den internationalen Weltbörsen, Leipzig 1929, S. 52/53.

Klasse II. Durum Wheat: Amber Durum, Durum, Red Durum.

Jede der drei Klassen ist in 6 Gradierungen eingeteilt:

1. Nr. 1 mindestens 60 lbs. Gewicht pro bu.
2. „ 2 „ 58 lbs. „ „ „
3. „ 3 „ 56 lbs. „ „ „
4. „ 4 „ 54 lbs. „ „ „
5. „ 5 „ 51 lbs. „ „ „
6. Sample Grades: Weizen, der nicht in die oben klassifizierten Grade fällt, da minderwertiger.

Klasse III. Hard red winter wheat: dark hard, hard, yellow hard winter.

Jede der drei Klassen ist in 6 Gradierungen eingeteilt:

1. Nr. 1 mindestens 60 lbs. Gewicht pro bu.
2. „ 2 „ 58 lbs. „ „ „
3. „ 3 „ 56 lbs. „ „ „
4. „ 4 „ 54 lbs. „ „ „
5. „ 5 „ 51 lbs. „ „ „
6. Sample Grades: Weizen, der nicht in die oben klassifizierten Grade fällt, da minderwertiger.

Klasse IV. Soft red winter: Red winter, western winter.

Jede der beiden Klassen ist in 6 Gradierungen eingeteilt:

1. Nr. 1 mindestens 60 lbs. für red winter
   „ 58 lbs. „ western red
2. „ 2 „ 58 lbs. „ red winter
   „ 56 lbs. „ western red
3. „ 3 „ 56 lbs. „ red winter
   „ 54 lbs. „ western red
4. „ 4 „ 54 lbs. „ red winter
   „ 52 lbs. „ western red
5. „ 5 „ 51 lbs. „ red winter
   „ 49 lbs. „ western red
6. Sample Grades: Weizen, der nicht in die oben klassifizierten Grade fällt, da minderwertiger.

Klasse V. White Wheat: Hard, soft, western white.

Jede der drei Klassen ist in 6 Gradierungen eingeteilt:

1. Nr. 1 mindestens 60 lbs. Gewicht pro bu.
2. „ 2 „ 58 lbs. „ „ „
3. „ 3 „ 56 lbs. „ „ „
4. „ 4 „ 54 lbs. „ „ „
5. „ 5 „ 51 lbs. „ „ „
6. Sample Grades: Weizen, der nicht in die oben klassifizierten Grade fällt, da minderwertiger.

Klasse VI. Mixed Wheat: ist aus allen Klassen gemischt, der gradiert wird nach der Klasse, welche vorherrschend ist.

Die Gradierung für Mais, Hafer und Roggen in U.S.A.

Mais: (White, Yellow, Mixed corn) 7 Gradierungen.

1. Nr. 1 mindestens 55 lbs. per bu.
2. „ 2 „ 53 lbs. „ „
3. „ 3 „ 51 lbs. „ „
4. „ 4 „ 49 lbs. „ „
5. „ 5 „ 47 lbs. „ „
6. „ 6 „ 44 lbs. „ „
7. Sample Grade, der nicht unter die obige Gradierung fällt, da minderwertiger.

Hafer: hat 5 Gradierungen.

1. Nr. 1 mindestens 32 lbs. per bu. — 2 % Besatz
2. „ 2 „ 29 lbs. „ „ 5 % „
3. „ 3 „ 26 lbs. „ „ 10 % „
4. „ 4 „ 23 lbs. „ „ 20 % „
5. Sample Grade, der nicht darunter fällt, da minderwertiger.

Roggen: hat 7 Gradierungen.

1. Nr. 1 mindestens 48 lbs. per bu. — 5 % Besatz
2. „ 2 „ 46 lbs. „ „ 8 % „
3. „ 3 „ 46 lbs. „ „ 12 % „
4. „ 4 „ 43 lbs. „ „ 12 % „
5. „ 5 „ 40 lbs. „ „ 20 % „
6. Futtergerste Nr. 1 35 lbs. „ „ 30 % „
7. Sample Grade, die nicht unter obige Gradierung fallen [20]).

Für Andienung einer anderen Qualität als der des Basisgrades werden entsprechende Zu- und Abschläge gemacht.

1. Für Weizen: Andienbare Grade, Zu- bezw. Abschläge:

Nr. 1 harter Frühjahrsweizen (hard spring) + 2 cts. (Premium),
„ 1 dunkler harter Winter (dark hard winter) + 1½ cts.,
„ 1 dunkler Nord-Frühjahrs (dark northspring) + 1 ct.,
„ 2 dunkler harter Winter (dark hard winter) + ½ ct.,
„ 1 harter Winter (hard winter) Kontraktpreis,
„ 2 harter Winter (hard winter) Kontraktpreis,
„ 1 roter Winter (red winter) Kontraktpreis,
„ 2 roter Winter (red winter) Kontraktpreis,
„ 1 Nord-Frühjahrs (north spring) Kontraktpreis,
„ 1 gelber harter Winter (yellow hard winter) Kontraktpreis,
„ 2 gelber harter Winter (yellow hard winter) Kontraktpreis[21]).

Es wird genau festgestellt, welchen Anforderungen der einzelne Grad entsprechen muß. Z. B. wird für Nr. 1 „Northern Spring Wheat" verlangt, daß „der Weizen gesund und gut gereinigt sei, nicht weniger

---

[20]) Student, a. a. O., S. 52/53.
[21]) Hoffman, G. W., Future Trading and the Cash Grain Market, S. 16.

als 50 % der schweren Sorten des Frühlingsweizens (aus dem nördlichen Anbaugebiet) enthalten und nicht weniger als 57 lbs. Winchester Standard wiegen soll". („Winchester Standard" heißt der amerikanische Bushel. Der Bushel ist ursprünglich ein Hohlmaß und gleich 35 238 Liter. Der Bushel „Northern Spring" - Weizen darf also nicht weniger als 57 lbs., das sind englisch-amerikanische Pfunde (1 lb. = 0,45359 kg), wiegen. Aus der Hohlmaßbezeichnung Bushel ist im Handel eine Gewichtsbezeichnung geworden und zwar ist entsprechend ihrer Herkunft vom Hohlmaß die Gewichtsbezeichnung verschieden für die einzelnen Waren. Also 1 Bushel Weizen bedeutet im Handel 60 lbs., ein Bushel Roggen und Mais hingegen 56 lbs., ein Bushel Gerste 48 lbs. und ein Bushel Hafer 32 lbs.). Für Nr. 2 „Hard Winter Weizen" heißt es, „er soll nur aus den sogenannten schweren Sorten Winterweizen bestehen und muß gesund, trocken und ziemlich rein sein und darf nicht weniger als 59 lbs. Winchester Standard wiegen". Nr. 3 „Red Winter", roter Winterweizen, „soll gesund, trocken und ziemlich rein sein, nicht mehr als 10 % weißen Winterweizen enthalten und nicht weniger als 58 lbs. Winchester Standard wiegen" [22]).

2. Für Mais (corn): Andienbare Grade Zu- bezw. Abschläge:

Nr. 1 weißer Mais (white corn) + 1/2 ct. (premium)
„ 2 weißer Mais (white corn) + 1/2 ct.
„ 1 gelber Mais (yellow corn) + 1/2 ct.
„ 2 gelber Mais (yellow corn) + 1/2 ct.
„ 1 gemischter Mais (mixed corn) Kontraktpreis
„ 2 gemischter Mais (mixed corn) Kontraktpreis
„ 3 weißer Mais (white corn) — 2 cts. (discount)
„ 3 gelber Mais (yellow corn) — 2 cts.
„ 3 gemischter Mais (mixed corn) — 2 1/2 cts.

Die Beschreibung der Standardqualität für Mais lautet: „Nr. 2 Corn soll gesund, trocken und gut gereinigt sein und als weißer Mais nicht mehr als 2 % gelbe oder rote Körner, als gelber Mais nicht mehr als 5 % weiße oder rote Körner enthalten".

3. Für Hafer (Oats): Andienbare Grade Zu- bezw. Abschläge:

Nr. 1 weißer Hafer (white oats) + 1/2 ct. (premium)
„ 2 weißer Hafer (white oats) Kontraktpreis
„ 3 weißer Hafer (white oats) — 1 1/2 cts. (discount).

4. Für Roggen (rye):

Nr. 1 Roggen (rye) Kontraktpreis
„ 2 Roggen (rye) Kontraktpreis.

Die Zu- bezw. Abschläge verstehen sich jeweils per Bushel.

Am 20. Juni 1933 notierte Juli-Weizen (Basis-Grade) am Chicago Board of Trade 75 5/8 cts. per bu. Bei Andienung von „Nr. 1 Hard Spring Wheat" wäre sonach vom Käufer 77 5/8 cts. per bu. oder pro

---

[22]) Kahn, E. und Naphtali, F., Wie liest man den Handelsteil einer Tageszeitung, 1921, S. 157, 158.

Kontrakt (5000 bu.) $ 3856.25 zu bezahlen. Bei Andienung von „Nr. 1“ oder „2 Hard winter wheat“, „Nr. 1“ und „2 Red winter wheat“, „Nr. 1 North Spring Wheat“ und „Nr. 1“ und „2 Yellow hard winter wheat“ wäre per bu. 75⅝ cts., pro Kontrakt also $ 3756.25 zu zahlen.

Die kleinste Preisdifferenz, die am Chicago Board of Trade notiert wird, beträgt ⅛ ct. per bu. Das macht pro Kontrakt einen Betrag von $ 6.25. Von besonderer Wichtigkeit ist die Höhe der entstehenden Gebühren für die Durchführung eines Terminkontraktes.

Die Kommissionsgebühr für einheimische Nichtmitglieder beträgt für jeden Kauf oder Verkauf per bushel ¼ ct., bezw. per Kontrakt $ 6.25. Das bedeutet beim heutigen Preisstand, der bekanntlich sehr niedrig ist, rund ⅓ % des Kontraktwertes. Da zu einer Sicherungsarbitrage ein Terminkauf und ein Terminverkauf oder umgekehrt, erforderlich ist, so betragen die Kommissionsgebühren beim heutigen Preisstand für Nichtmitglieder rund ⅔ %.

Wenn ein Nichtmitglied seine Terminverpflichtungen durch effektive Erfüllung beim gleichen Kommissionär zu erfüllen wünscht, so ist eine weitere Kommissionsgebühr nicht zu bezahlen. Dagegen hat der Andienende die zwischen der Andienung beim Kommissionär und bei der Börse zur Erfüllung seines Kontraktes entstehenden Kosten für Lagerung, Zins und Versicherung zu tragen.

Neben der Kommissionsgebühr ist für den Terminverkauf zur Beschränkung des „short-selling“ noch eine Steuer in Höhe von 5 cts. per $ 100.— zu zahlen. Beim heutigen Terminpreis bedeutet das eine steuerliche Belastung des Verkaufs von ½ %.

Die effektive Erfüllung wird im allgemeinen in der Weise vorgenommen, daß ein amtlicher Lagerschein angedient wird. Die zulässige Abweichung von der Kontraktmenge (Franchise) beträgt 1 % nach oben oder unten, d. h. ca. 50 bushels.

Ueber die Andienung des Lagerscheines bestehen hinsichtlich der Andienungszeit genaue Vorschriften. Es wird zunächst nicht der Lagerschein, sondern die sogenannte „delivery notice“ an das Clearinghaus gegeben, das die Aushändigung an den zu beliefernden Käufer selbst besorgt.

Von Wichtigkeit ist noch, daß am Chicago Board of Trade Getreide für den laufenden und die elf folgenden Monate gehandelt wird. Es werden aber nicht sämtliche Monate des Jahres notiert, sondern nur die sogenannten aktiven Monate[23]): Januar, März, Mai, Juli, September, Dezember. Das ist aus der Erntebewegung zu erklären [23]).

---

[23]) Pierce, Commodity Trading Guide, 1931.
Zuerst wurden im Terminhandel mit Terminen für alle 12 Monate gehandelt. Nach und nach konzentrierte sich jedoch der Handel auf bestimmte Monate, die erst durch Ernte-, Versandzeit und Schiffahrtseröffnung bestimmt wurden, Handelsbrauch hat dann zur Beibehaltung dieser „aktiven Monate“ geführt. — Boyle, E. J., Speculation and the Chicago Board of Trade, S. 62.

Winterweizen wird in U.S.A. ungefähr doppelt soviel angebaut wie Sommerweizen. Man sieht daraus, welche Wichtigkeit die Winterfrucht für die U.S.A. besitzt und kann sich daher wohl ein Bild machen, welche Folgen ungünstige Ueberwinterung für die allgemeine Ernteentwicklung haben muß. Denn Auswinterungen, hervorgerufen durch starke Fröste, können sehr leicht die endgültige Ernte beeinflussen. Deshalb sei an dieser Stelle nochmals darauf aufmerksam gemacht, daß aus diesem Grunde die Witterungsmeldungen bei der Preisgestaltung eine große Rolle spielen. Mitte Juni wird in den Südstaaten, deren Erzeugung jedoch nicht so bedeutend ist, mit dem Mähen begonnen. Ende Juni setzt dann gewöhnlich im weizenreichen Mittelwesten die Ernte ein, welche normalerweise Ende Juli beendet ist [24]).

Der Zusammenbruch im Juli 1933 brachte am Chicago Board of Trade eine Reihe von Maßnahmen, die hier ebenfalls besprochen werden sollen, wenn sie auch zum Teil bald wieder aufgehoben wurden.

Das Aufgeben des Goldstandards in den Vereinigten Staaten von Nordamerika im Frühjahr 1933 führte zu einer unerwarteten spekulativen Preissteigerung auch an den Getreidebörsen, die jedoch ihr Ende nahm, als sich die Erkenntnis durchsetzte, daß diese Entwicklung nicht vom Bedarf und einer vergrößerten Kaufkraft verursacht war.

Am 19. Iuli 1933 erfolgte der Umschlag und die Kurse fielen am Board of Trade vom 18. bis zum 20. Juli für Weizen von $114^{7}/_{8}$ auf 90 cts. per bushel. Da bereits wieder Hausseengagements auf Kredit aufgebaut waren, erfolgten Zusammenbrüche von Börsenmitgliedern, die zu verschiedenen Ausschlüssen führten. Der Rückschlag war markttechnisch so schwerwiegend, daß der Chicago Board of Trade geschlossen werden mußte. Erst am 24. Juli wurde der Handel wieder aufgenommen. Zur Vermeidung weiterer Preiseinbrüche wurde angeordnet, daß die Börsenkurse nicht niedriger sein durften, als die Schlußnotierung des letzten Börsentages vor der Schließung, dem 20. Juli. Diesem Vorgehen schlossen sich auch die anderen Getreideterminbörsen in Minneapolis, Duluth, Seattle, Portland (Oregon) und Kansas City an. Diese Krise an den Getreidemärkten gab Veranlassung, den zuständigen Regierungsstellen eine Reihe von Maßnahmen vorzuschlagen, die für die Zukunft die Ursachen solcher Zusammenbrüche bekämpfen sollten. Diese Maßnahmen ähneln den in dem Abschnitt über die Gefahren des Terminbörsenwesens gemachten Vorschlägen. Es handelt sich bei diesen Vorschlägen um Beschränkungen der Preisschwankungen sowie die Einführung von Mindesteinschüssen für offene Kontrakte. Die Höhe der Einschüsse soll bis zu 250 000 bushels 10 % des Marktwertes, bis zu 2 Millionen bushels von den ersten 250 000 10 %, vom Restquantum 15 % des Marktwertes, bei Kontrakten über 2 Millionen bushels 20 % des Marktwertes betragen.

Auf diese Weise hofft man die schlimmsten Auswüchse der Spekulation erfolgreich zu bekämpfen.

---

[24]) Student, E., Der Warenterminhandel an den internationalen Weltbörsen, Leipzig 1929, S. 54.

Anfangs August beschloß der Vorstand des Board of Trade, daß Umsätze zu niedrigeren Preisen als den Schlußnotierungen des 31. Juli nicht vorgenommen werden durften. Diese Bestimmung sollte bis zum 15. August Gültigkeit haben. An diesem Tage wurde sie aufgehoben. An ihrer Stelle wurde angeordnet, daß die täglichen Preisschwankungen für Getreide auf 5 cts. per bushel nach oben oder unten beschränkt wurden.

Die amerikanische Wirtschaft befindet sich gegenwärtig in einer Krise, deren Ende noch nicht abzusehen ist. Es ist daher wohl möglich, daß im weiteren Verlauf dieser Entwicklung auch noch Aenderungen am Chicago Board of Trade eintreten werden.

Wie auf Seite 110 festgestellt, bestehen neben dem Chicago Board of Trade eine Reihe anderer Getreideterminbörsen, von welchen die wichtigsten die Minneapolis Chamber of Commerce, Kansas City Board of Trade und Duluth Board of Trade sind. Ihre Bedeutung ist jedoch, verglichen mit den Umsätzen, die am Chicago Board of Trade getätigt werden, gering. Der Schwerpunkt des Handels liegt bei diesen Plätzen im Kassamarkt.

Zur Erläuterung des Gesagten wird auf nachstehende Ziffern verwiesen:

Gesamtumsatz im Jahre 1929 in Tausend Bushel [25]) [26]):

Markt	Umsatz
Chicago Board of Trade	19,042,047
Minneapolis Chamber of Commerce	1,369,143
Kansas City Board of Trade	962,922
Duluth Board of Trade	444,169
St. Louis Merchants' Exchange	38,400

Die Organisation und die äußeren Einrichtungen der kleineren Börsen gleichen in jeder Hinsicht denjenigen des Chicago Board of Trade. Auch die Kontraktmenge und die Kontraktform sind gleich wie in Chicago. In Minneapolis werden Weizen, Hafer, Roggen, Gerste und Flachs, in Duluth Weizen, Roggen, Gerste und Flachs, in Kansas City nur Weizen und Mais auf Termin gehandelt. Interessant ist, daß der Prozentsatz der effektiven Erfüllung von Terminkontrakten in Minneapolis, Kansas City und Duluth höher ist als derjenige am Chicago Board of Trade. Er beträgt am Chicago Board of Trade 0.76% und ist in Minneapolis und Duluth rund doppelt so hoch (1,37 bezw. 1,58%), in Kansas City 0,82 %. Diese höheren Ziffern sind auf die Tatsache zurückzuführen, daß die erwähnten Provinzbörsen in erster Linie Kassamärkte sind.

---

[25]) Hoffman, G. W., Future Trading and the Cash Grain Market, N. S. Department of Agriculture 1932, Circ. 201, S. 8.

[26]) Hoffman, G. W., Future Trading upon Organised Commodity Markets, Philadelphia 1932, S. 57.

2. Die Baumwollterminbörsen in U. S. A.

Die Vereinigten Staaten sind das Land mit der größten Baumwollproduktion der Welt; die jährliche Ernte betrug 1932 rund 12 727 000 [27]) bales. Die Baumwolle hat vorzügliche Eigenschaften, die sie für den Handel an der Terminbörse geeignet erscheinen lassen. So entstanden schon sehr zeitig, ebenso wie für Getreide, auch für Baumwolle Terminbörsen. Die heutigen Börsen sind etwa 50 Jahre alt. Die New Yorker Baumwollbörse wurde 1871 inkorporiert, die Baumwollbörse von New Orleans wurde im Januar 1871 eingerichtet und arbeitete die ersten Jahre nur als Kassamarkt. 1880 begann dann der Terminhandel, der sich schnell und stark entwickelte und ungefähr 40 % des Umsatzes an der New Yorker Baumwollbörse erreicht. Die Bedeutung der Baumwollbörse von New Orleans gegenüber der von New York ist größer als nach den prozentualen Umsatzziffern beider Börsen angenommen werden könnte. Der Kassamarkt in New Orleans hat infolge seiner günstigen Lage im Baumwollgebiet und als Verschiffungsplatz für Rohbaumwolle, ganz erheblich größere Bedeutung.

Im Dezember 1924 eröffnete das Chicago Board of Trade den Terminhandel in Baumwolle. Bis jetzt hat jedoch dieser Terminmarkt im Vergleich mit den beiden vorhergenannten noch keine große Bedeutung erlangt. Der jährliche Umsatz beträgt ungefähr 4 % der New Yorker Baumwollbörse. Die Umsätze an den einzelnen Baumwollterminbörsen betrugen im Jahre 1929 ungefähr: in Millionen

41,173,5 lbs. in New York,
15,999,4 lbs. in New Orleans,
715,1 lbs. in Chicago.

a. Die New Yorker Baumwollbörse. (New York Cotton-Exchange).

Die New York Cotton Exchange, die zu den alten Warenterminbörsen gehört[28]), hat ihren Ursprung in dem New York Board of Cotton Brokers, die sich 1868 vereinigten und 1870 dann die New York Cotton Exchange organisierten (1871 inkorporiert).

Das heutige Gebäude der New York Cotton Exchange ist ein monumentaler vielstockiger Bau in der Beaver Street Nr. 60 in New York City. Der Handel vollzieht sich auch hier in einem großen Raum, dem üblichen Börsensaal, mit den vielseitigen Einrichtungen zur Abwicklung des Verkehrs und zur Verbindung der Börse mit der Außenwelt. Die Zahl der Börsenmitglieder beträgt 450 [29]). Die Börsensitze sind sehr gesucht und haben deshalb einen hohen Preis, z. Zt. zwischen 19 000 und 21 500 $. Die Geschäftsstunden der Börse sind täglich von 10 bis

---

[27]) American Yearbook, 1932. W. F. Callander, Cotton and Grain Crops, S. 406.
[28]) Siehe S. 9 ff.
[29]) Lt. Mitteilung von Pierce & Co., Sept. 1933.

15 Uhr, an Samstagen von 10 bis 12 Uhr. Die Kontraktmenge beträgt 50 000 lbs. = 22 500 kg, das sind 100 Ballen (square bales), eine recht stattliche Menge. Bei einem Baumwollpreis von 9.24 cts. per lbs. am 22. Juli 1933 repräsentiert ein Terminkontrakt einen Wert von $ 4620.— = 15 708.— RM (1 $ = 3,40 RM).

Gehandelt wird in der Hauptsache amerikanische Baumwolle. Die allgemeine Kontraktqualität ist „Middling 7/8 inches". Zum besseren Verständnis ist es erforderlich, die amerikanische Standard-Klassifikation der Baumwolle, die durch Bundesgesetz von 1923[30]) geregelt ist, zu besprechen.

Die Klassifikation der Baumwolle erfolgt grundsätzlich nach drei Gesichtspunkten:

1. Nach der Farbe der Baumwolle. Man unterscheidet weiße (white), farbige (tinged) und fleckige (stained).
2. Nach dem Grad der Reinheit. Je nachdem, ob die Baumwolle frei von Blättern und sonstigen Fremdkörpern ist oder nicht.
3. Nach der Länge der Baumwollfaser (staple length); maßgebend ist hier die Durchschnittslänge (the average length of the bulk of fibres [31]).

Weiß ist die normale Farbe der Baumwolle. Die Baumwolle ist weiß, wenn sie vor Eintritt von Frost gepflückt wird. Leichter Frost und ein Uebermaß an Feuchtigkeit verursacht Färbung der Baumwolle, schwerer Frost und starke Niederschläge machen die Baumwolle fleckig.

Die Faserlänge wird in der Weise festgestellt, daß man ein Büschel Baumwolle zerzupft und die Länge der Fasern misst. Die Faserlänge der amerikanischen Baumwolle schwankt zwischen 5/8 und 1 1/2 Zoll (inches). Je größer die Faserlänge, umso wertvoller ist die Baumwolle. Etwa die Hälfte der in den U.S.A. geernteten Baumwolle, die in den Staaten an der atlantischen Küste Carolina, Georgia, Alabama und Florida wächst, wird mit „Upland" bezeichnet und hat eine Faserl.nge von 5/8—1 inch. Die Baumwolle mit einer Faserlänge von 1—1 3/16 inch. wird hauptsächlich in den Mississippistaaten, in Texas und in Oklahoma geerntet. Sie kommt unter dem Namen „gulf"- oder „Texas"-Baumwolle in den Handel. Nahezu alle Baumwolle, die länger ist als 1 3/16 inches, wird in den Deltastaaten des Mississippi und in einem Teil von Kansas geerntet. Sie wird mit der Bezeichnung „Rivers" oder „Delta" belegt, da ihr Anbaugebiet die reichen aluvialen Böden an den Flußufern sind. Das Verhältnis der drei Provenienzen ist folgendes: „Upland" 50 %, „Gulf" oder „Texas" 45 %, „Rivers" oder „Delta" 5 %.

Die hochwertigste amerikanische Baumwolle ist die sogenannte „Sea-Island". Sie wächst auf den Küsteninseln im Osten von U.S.A.

---

[30]) Siehe Anhg., N. S. Cotton Futures Act., S. 189 ff.
[31]) Smith, I. G., Organised Produce Markets, London 1922, S. 18 ff.

Ihre Faserlänge beträgt 1 3/4 inches. Diese Qualität wird meist besonders gehandelt, und es werden wesentlich höhere Preise erzielt als für andere Grade [32]).

Die offiziellen Baumwollstandards der U.S.A. für Qualitätsklasse (Grade) und Farbe für „Upland", bekannt als die Universalklassen für U.S.A. Baumwolle, werden vom Ackerbauministerium (Bureau of Agriculture Economics of the U.S.A. Department of Agriculture) aufgestellt. Der Aufbau ist folgender [33]):

Nr. 1 oder Middling Fair,
„ 2 „ Strict Good Middling,
„ 3 „ Good Middling,
„ 4 „ Strict Middling,
„ 5 „ Middling (Basisgrad),
„ 6 „ Strict Low Middling,
„ 7 „ Low Middling,
„ 8 „ Strict Good Ordinary,
„ 9 „ Good Ordinary [33]).

Nr. 3 Tinged oder Good Middling Yellow Tinged,
„ 4 „ „ Strict Middling Yellow Tinged,
„ 5 „ „ Middling Yellow Tinged,
„ 6 „ „ Middling Yellow Tinged,
„ 7 „ „ Low Middling Yellow Tinged,

Nr. 3 Stained oder Good Middling Yellow Stained,
„ 4 „ „ Strict Middling Yellow Stained,
„ 5 „ „ Middling Yellow Stained.

Wie bereits oben angeführt, ist Basisqualität Nr. 5 „Upland Middling" weiß. Wenn eine der anderen Baumwollqualitäten angedient werden soll, so erfolgt die Verrechnung auf Basis des Systems der sogenannten kommerziellen Zu- und Abschläge (Commercial Differences [34]). Diese Ab- und Aufschläge werden nach den Durchschnittspreisen der verschiedenen Baumwollqualitäten auf zehn verschiedenen, von der Regierung bestimmten Kassamärkten für Baumwolle bestimmt [35]).

---

[32]) Smith, J. G., a. a. O., S. 18 ff.

[33]) Siehe S. 127.
Umstehend eine Tafel der verschiedenen Baumwollgrade. Alle über dem schwarzen Strich liegenden Qualitäten können gegen Terminkontrakt an der New York Cotton Exchange angedient werden.

[34]) Siehe auch S. 58 f.

[35]) s. S. 59.

Blue Stained	Gray	Standards for Grades of Upland Cotton White	Spotted	Yellow Tinged	Light Stained	Yellow Stained
		1 or M. F.				
		2 or S. G. M.		2 T.		
3 B.	3 G.	3 or G. M.	3 Sp.	3 T.	3 L. S.	3 S.
4 B.	4 G.	4 or S. M.	4 Sp.	4 T.	4 L. S.	4 S.
5 B.	5 G.	5 or M.	5 Sp.	5 T.	5 L. S.	5 S.
		6 or S. L. M.	6 Sp.	6 T.		
		7 or L. M.	7 Sp.	7 T.		
		8 or S. G. O.				
		9 or G. O.				

Die Grade über der horizontalen Linie sind gemäß United States Cotton Future Act gegen Terminkontrakt andienbar. Die unterhalb der Linie können gegen Terminkontrakt nicht angedient werden.

Tabelle aus: Cox, Alonzo, B., Services in Cotton Marketing, Washington 1926, S. 12.

Dieses System der kommerziellen Zu- und Abschläge wurde an der Baumwollbörse von New York bis zum Jahre 1888 angewendet, dann wurde durch Veränderungen auf den Effektivmärkten für Baumwolle eine Abänderung notwendig.

Die Ausdehnung der Baumwollpflanzungen in den Südstaaten hatte zur Folge, daß die Baumwollindustrie der Nordstaaten dazu überging, unter Ausschaltung des Handels ihre Rohstoffe direkt beim Farmer einzukaufen. Das führte zum Verschwinden einer Anzahl von Baumwollmärkten und damit zum Verlust der Basis für die Bewertung der verschiedenen Baumwollqualitäten.

Die geringen Umsätze an den Baumwollmärkten erleichterten die Manipulierung der Preise der verschiedenen Provenienzen und damit der Differenz zwischen den einzelnen Baumwollgraden. Es wurde damals ein besonderes Büro an der Baumwollbörse in New York unter dem Namen Revisions-Büro (Revision Committee) eingesetzt, das die Aufgabe hatte, die Preisrelationen zwischen dem sogenannten Basisgrad und den übrigen andienbaren Graden für längere Zeiträume festzusetzen. Zuerst erfolgte die Preisfeststellung neunmal, dann zweimal, später viermal im Jahr. Man war also zu dem früher im allgemeinen Teil[36]) beschriebenen System der fixen Zu- und Abschläge übergegangen. Man machte jedoch die Erfahrung, daß, wenn auch die Zu- und Abschläge für den Zeitpunkt der Festsetzung zutreffend waren, sie im Laufe der Zeit den wahren Preisrelationen nicht mehr entsprachen. Daraus ergaben sich ganz erhebliche Mißstände. Während der Verkäufer die Baumwoll-

[36]) Siehe S. 55.

qualität anzudienen versuchte, die ihm unter dem unrichtigen System der fixen Zu- und Abschläge den größten Nutzen versprach, diskontierte der Terminkäufer im Voraus ein ihm durch dieses Verhalten des Verkäufers drohenden Nachteil in seinem Kaufpreis. Die Baumwollpreise an der Terminbörse erschienen als besonders gedrückt, und der New Yorker Markt verlor den Konnex mit den übrigen Baumwollterminmärkten als Träger der Sicherungsarbitragen. Beim Baumwollhandel haben aber die Terminnotierungen noch eine besondere Bedeutung, weil die Preise eines großen Teils des effektiven Baumwollhandels sich unmittelbar auf den Börsennotierungen aufbauen, wie noch gezeigt wird. Die Folge der oben beschriebenen Mißstände war, daß die dem Produzenten gezahlten Baumwollpreise unter dem eigentlichen Preis lagen. Die Termingegner, die sogenannten „Anti-Option"bewegung erhielt durch diese Verhältnisse Wasser auf ihre Mühlen. Die Verwirrung sprang sogar auf die Märkte für Baumwollwaren über. Es wurden, nach einer eingehenden Untersuchung seitens des U.S.-Bureau of Corporations Vorschläge gemacht, um diesem Uebel abzuhelfen. Sie wurden jedoch von der New Yorker Baumwollbörse nicht angenommen. Hierauf griff die Bundesregierung ein und erließ das sogenannte „Cotton Futures Act". 1909 setzte das Federal Department of Agriculture Bestimmungen fest, die nach Belieben von den Börsen verwendet werden konnten. 1914 kam dann das Bundesgesetz, das die „Official Cotton Standards of the U.S.A." festsetzte, denen die gegen Terminkontrakt anzudienende Baumwolle entsprechen mußte[37]). 1923 wurden diese Standards für sämtliche im Handel befindliche Baumwolle durch ein Sondergesetz, „U. S. Cotton Standard Act" (42 Stat. L. p 15—17) verlangt und diese Standards wurden auch von den europäischen Baumwollbörsen als offizielle für amerikanische Baumwolle anerkannt, sodaß diese Klassifikation jetzt als „Universal Standards of American Cotton" angesehen wird.

Das System der kommerziellen Differenzen kehrte in verbesserter Form wieder. Zur möglichst genauen Bestimmung der Preisrelationen zwischen Basisgrad und den übrigen andienbaren Graden wurde festgelegt, daß als Ausgangspunkt die tatsächlichen Preisunterschiede am sechsten Tag vor der Abrechnung auf nicht weniger als fünf für diesen Zweck ausgesuchten Baumwollmärkten zu dienen hätten. Diese Effektivmärkte werden von Zeit zu Zeit vom Ackerbau-Minister (Secretary of Agriculture) bestimmt (heute, wie schon erwähnt, gelten die Durchschnittspreise von 10 Märkten als Basis). Aus den Berichten des Ackerbauministeriums geht hervor, daß das Cotton Futures Act, namentlich hinsichtlich dieser Regelung ein voller Erfolg ist. Es wurde bereits früher festgestellt, daß dieses System der kommerziellen Differenzen, gegenüber demjenigen der festen Zu- und Abschläge, den Vorzug größerer Elastizität und größerer Genauigkeit der Preisbestimmung[38]) hat. Alle gegen Terminkontrakt angediente Baumwolle muß laut Regierungsbestimmungen vom Inspektionsbüro (U. S. Board of Cotton

[37]) Siehe Anhang S. 189 ff.

[38]) Smith, J. G., Organised Produce Markets, London 1922, S. 60—62.

Examiners) [39]) kontrolliert sein. Die Lieferung kann durch Andienung eines amtlichen Lagerscheines eines zugelassenen Lagerplatzes geschehen. Gegenwärtig gelten als zugelassene Lagerplätze: New York, Norfolk, Charleston, Savannah, Mobile, New Orleans, Galveston und Houston. Die Bestimmung des Andienungstages innerhalb des Terminmonates liegt in Verkäuferswahl. Auch hinsichtlich des Grades der anzudienenden Baumwolle liegt das Wahlrecht beim Verkäufer.

Die Ankündigung („Notice of delivery") über beabsichtigte Lieferung muß am fünften Tage vor dem Tage der Andienung dem Käufer zugestellt werden. Der Andienungsschein („Transferable Notice") vertritt bei der Uebergabe die tatsächliche Ware und kann vom Käufer, innerhalb einer bestimmten Zeit, an einen seiner Käufer weitergegeben werden und wird vom letzten Käufer dann dem Verkäufer präsentiert, der den Lagerschein eines amtlich zugelassenen Lagerhauses („Warehouse receipt") für die betreffende Warenmenge dem Käufer aushändigt.

Die Terminpreise für Baumwolle werden in cts. und $^1/_{100}$ ct. per lb. notiert. Die geringste an der Börse notierte Preisschwankung ist $^1/_{100}$ ct., für einen Kontrakt also $ 5.—. Die kleinsten Kommissionsgebühren, die Nichtmitglieder für die Durchführung eines Kontraktes an der Börse durch einen Kommissionär bezahlen müssen, sind folgende:

In New York: bei einem Baumwollpreis	Inländer per Kontrakt	Ausländer per Kontrakt
von 25 cts. per lb. oder weniger	$ 15.—	$ 17.50[40])
von 25,01 — 30 cts. per lb.	$ 17.50	$ 20.—
von 30,01 — 35 cts. per lb.	$ 20.—	$ 22.50

Es wurde oben bereits berrechnet, daß heute ein Kontrakt ca. $ 4620.— kostet[41]). Da der Preis per lb. unter 25 cts. liegt, kommt für Inländer eine Kommission von $ 15.—, für Ausländer eine von $ 17.50 in Ansatz, das sind rund $^1/_3$ bezw. $^1/_4$ %.

Die Kosten erhöhen sich noch etwas um die Steuer, die 5 cts. per $ 100.— beträgt, und die bei Verkäufen zu entrichten ist. Diese Steuer würde in unserem Beispiel $ 2.30 pro Kontrakt ausmachen. Wenn die Baumwolle tatsächlich geliefert bezw. angenommen wird, werden per Ballen noch folgende zusätzliche Gebühren erhoben („spot commissions"):

1. für Finanzierung	15 cts.,	per Kontrakt also $ 15.—
2. Zertifizierung u. Transport	10 cts.,	per Kontrakt also $ 10.—
3. Ausstellung eines Andienungsscheins und/oder Andienung*)	15 cts.,	per Kontrakt also $ 15.—

*) die Gebühr für Ausstellung und Anhalten eines Andienungsscheines, wenn der Betreffende ein Büro in New York hat und so selbst für die Lieferung sorgen kann.

[39]) Pierce, Commodity Trading Guide, S. 17.
[40]) Pierce a. a. O., S. 24.
[41]) Siehe S. 125.

4. Anhalten oder Empfangen eines Andienungsscheines*) 15 cts., per Kontrakt also $ 15.—
5. Annahme und Weitergabe
   in derselben Form 25 cts., per Kontrakt also $ 25.—
   in abgeänderter Form 30 cts., per Kontrakt also $ 30.—

Eine sehr interessante Bestimmung der New Yorker Baumwollbörse, die den Zweck der Eindämmung der Großspekulation hat, ist in folgendem zu sehen: Es ist dem Kommissionär verboten, zur Unterhaltung eines Terminengagements mehr als $ 5.— per Ballen und/oder mehr als $ 10 000.— Kredit zur Verfügung zu stellen. („Credit extension on holdings of futures in excess of $ 5.— per bale and/or exceeding a maximum of $ 10 000.— for any one account is prohibited by the exchange. The full amount owing must be demanded when either limited has been exceeded") [42]).

Bei einem Preis von 9.24 cts. per lb. kostet ein Ballen = 500 lbs. $ 46.20. Mehr als rund 10% dürfen bis zu einem Engagement von $ 10 000.— nicht vom Kommissionär finanziert werden, was darüber hinausgeht, muß voll bezahlt werden. Bei der geringen Achtung, die in U.S.A. den Gesetzen und Vorschriften geschenkt wird, wird diese Bestimmung wohl häufig umgangen werden.

Es wurde früher ausgeführt, daß es die Aufgabe des II. Teils dieser Arbeit sei, das Typische der verschiedenen Warenterminbörsen zu zeigen. Es muß deshalb hier noch auf eine Praxis des Baumwollterminhandels eingegangen werden, die zeigt, wie gerade hier ein außerordentlich enger Zusammenhang zwischen Termin- und Effektivhandel besteht. Es handelt sich um das sogenannte Lieferungsgeschäft auf Abruf (buying and selling on call). Die Vertragsgegner schließen bei diesem Geschäft so ab, daß alle Bedingungen mit Ausnahme des Preises für die zu liefernde oder abzunehmende Baumwolle fest bestimmt sind. Hinsichtlich des Preises wird vereinbart, daß dieser einen bestimmten Betrag über (on) oder unter (off) dem Terminpreis für den Basisgrad am Abruftag liegen soll. Die vereinbarte Differenz, beispielsweise 1 Punkt (= $^1/_{100}$ct.) per lb. bezeichnet man als Basis.

Folgendes Beispiel soll zur Erklärung dienen: A kauft ein bestimmtes Quantum effektiver Baumwolle einer besonderen Provenienz und Klasse zu 150 Punkten über (on) Dezemberterminnotierung, Abruf steht in Käuferswahl. Am 15. Dezember notiert die Baumwolle in New York 10 cts. per lb. Dem Käufer der Baumwolle war es möglich, auf der Basis dieses Baumwollpreises sein Geschäft (Verkauf fertiger Ware) abzuschließen, deshalb ruft er nun ab und zahlt dann per lb. 10.— cts. + 1.50 ct. = 11.50 cts. Bei Verkäufers Abruf liegen die Verhältnisse genau umgekehrt; der Verkäufer bestimmt den Zeitpunkt der Preisfixierung. Eine nutzbringende Folge dieser Art Geschäfte ist, daß Käufer und Verkäufer sich mit der von ihnen benötigten Ware eindecken können und die Möglichkeit haben, den Preis erst zu bestimmen, wenn

*) die Gebühr für Ausstellung und Anhalten eines Andienungsscheines, wenn der Betreffende ein Büro in New York hat und so selbst für die Lieferung sorgen kann.

[42]) Pierce, Commodity Trading Guide. New York 1931, S. 32 ff.

sie die entsprechenden Gegengeschäfte abgeschlossen haben. Der Käufer kauft die Ware vielleicht, wenn der Preis sehr hoch ist, bis er die Baumwolle oder die daraus hergestellten Erzeugnisse weiter veräußern kann, ist ihr Preis möglicherweise gesunken. Hätte er beim Kauf den Preis schon festgelegt, so hätte er einen Verlust an der Baumwolle erlitten. Da er aber den Preis erst später, also nachdem die Baumwollpreise gesunken sind, bestimmt, so bleibt er vor einem spekulativen Verlust bewahrt. Es ist natürlich auch der Fall denkbar, daß der Käufer bei niedrigem Preis kauft und der Preis bis zum Abruf gestiegen ist, dann muß der Käufer natürlich auf einen spekulativen Gewinn verzichten. Das Interessante an diesem Geschäft ist, daß die Baumwolle die Kanäle vom Produzenten bis zum Verarbeiter vielleicht schon durchlaufen hat, ehe ein fester Preis bestimmt wurde. Das Oeffnen der Baumwollballen ist jedoch erst zulässig, nachdem der Preis fixiert worden ist[43]).

Ein großer Teil der Baumwollernte wird auf diese Weise gehandelt. Auf die besondere Bedeutung der Baumwollterminbörsen für diese Geschäftstechnik wurde oben schon hingewiesen.

b. Die Organisation der New Orleans Baumwollbörse (Cotton Exchange).

Der Aufbau dieser Börse ist im wesentlichen derselbe, wie der der New Yorker Baumwollbörse. Es erübrigt sich deshalb, eine genaue Beschreibung zu geben. Die wesentlichsten Punkte des Terminhandels werden hier nur kurz behandelt.

Die Geschäftsstunden der Börse sind von 9 a. m. bis 2 p. m., Samstags von 9 a. m. bis 11 a. m. Wenn in New York die Sommerzeit eingeführt wird, werden die Geschäftsstunden in New Orleans um eine Stunde früher gelegt.

Die Kontraktmengen sind: 50 000 lbs. (gross weight) in ungefähr 100 Ballen (square bales) und 25 000 lbs. in ungefähr 50 Ballen. Die Kontraktgrade sind dieselben wie in New York. Basisgrad ist „Middling $^7/_8$". Die Differenzen für die anderen andienbaren Grade werden am sechsten Tage vor dem Lieferungstag, nach dem Durchschnitt von 10 Kassamärkten, vom Ackerbauminister festgesetzt. Baumwolle mit $^{15}/_{16}$ und 1 inch. Faserlänge sind mit 100% bezw. 75% der durchschnittlichen Kassamarkt-Zuschläge lieferbar. Baumwolle mit mehr als 1 inch. Faserlänge hat denselben Zuschlag, wie solche mit 1 inch. Die Klassifizierung der Baumwolle geschieht auch hier gemäß den Regierungs-Standards durch das „U. S. Board of Cotton Examiners".

Terminkontrakte werden für den laufenden und die 11 folgenden Kalendermonate gehandelt. Als aktive Monate gelten: Januar, März, Mai, Juli, Oktober, Dezember. Für Lieferung im laufenden Monat schließt der Handel am Mittag des letzten Ankündigungstages. Die Preise werden hier auch in cts. und $^1/_{100}$ ct. p. lb. notiert. Die kleinsten Preisschwankungen betragen $^1/_{100}$ ct. pro Kontrakt, also $ 5.— bezw. $ 2.50.—

[43]) Pierce, Commodity Trading Guide, New York 1931, S. 7 ff.

Die Höhe der Einschüsse hängt von den Marktverhältnissen ab. Sie werden nach demselben System errechnet, wie in New York.

Die Kommissionsgebühren der New Orleans Cotton Exchange [44]) sind folgende:

Wenn der Preis pro 1 lb. beträgt:	bei Kontrakten über 50 000 lbs. Einheimische U.S.A. and Canada	Ausländer
25 cts. oder weniger	$ 12.50	$ 15.—
25.01—30. cts.	$ 15.—	$ 17.50
30.01—35. cts.	$ 17.50	$ 20.—
	bei Kontrakten über 25 000 lbs.	
25. cts. oder weniger	$ 7.50	$ 8.75
25.01—30. cts.	$ 8.75	$ 10.—
30.01—55. cts.	$ 10.—	$ 11.35

Bei Lieferung oder Annahme der Baumwolle werden außer der Kommissionsgebühr folgende Gebühren gerechnet:

1. für Behandlung und Transport 10 cts. per Ballen; wenn die Finanzierung durch den Makler geschieht, 50 cts. per Ballen;
2. für Annahme und Weiterlieferung, incl. Finanzierung, wenn in den ursprünglichen Zertifikationspapieren nichts berechnet wurde, 50 cts. per Ballen.

Bei Verkäufen wird die Bundessteuer von 5 cts. für jede angefangenen 100.— $ Kontraktwert erhoben. Die Lieferung muß von einem amtlichen Lagerhaus in New Orleans, Houston oder Galveston geschehen. Der Verkäufer hat die Wahl sowohl des Andienungstages als des Andienungsgrades. Als Gewichtsabweichung sind bei beiden Kontrakten 500 lbs. gestattet. Der Ankündigungsschein muß vom Verkäufer am 5. Tage vor dem Andienungstag ausgestellt werden. Der Lieferungsort muß darin bezeichnet sein. Der Schein ist begebbar.

Die Kreditgewährung wird wie bei der New Yorker Baumwollbörse gehandhabt. Zinsenberechnung auf hinterlegte Einschüsse ist verboten, bei Hinterlegung von Obligationen wird der allgemeine Zinssatz mit dem Einschußbetrag verrechnet [45]).

c. Der Baumwollterminhandel am Chicago Board of Trade.

Der Handel wurde 1925 eröffnet. Er vollzieht sich im wesentlichen genau so wie an den beiden anderen Baumwollterminbörsen. Der Geschäftsverkehr wickelt sich in den Räumen der Getreidebörse ab, deren Einrichtungen den Baumwollhändlern genau so zur Verfügung stehen.

---

[44]) Pierce, Commodity Trading Guide, New York 1931, S. 16 — 1 und 2 ff.

[45]) Pierce, Commodity Trading Guide, New York 1931, S. 16 — 1 und 2.

Die Geschäftszeit ist wochentags von 9 a. m. bis 2 p. m., Samstags von 9 a. m. bis 12.

Die Kontraktmenge beträgt 25 000 lbs. (gross weight) in ungefähr 50 Ballen. Die Kontraktgrade und die Differenzbestimmungen sind genau dieselben wie an der New Orleans Baumwollterminbörse. Gehandelt wird für den laufenden und die folgenden elf Monate. Als aktive Monate gelten: Januar, März, Mai, Juli, Oktober, Dezember.

Die Preisnotierungen und Einschüsse sind ebenfalls dieselben, wie bei den beiden anderen Baumwollterminbörsen. Die Kommissionsgebühren sind für Nichtmitglieder für jeden Kauf oder Verkauf:

Wenn der Preis per lb. ist:	U.S.A. oder Canada
25 cts. oder unter	$ 6.25
25.01 cts. — 30 cts.	$ 7.50
30 cts. — 35 cts.	$ 8.75

für jede weitere Preissteigerung von 5 cts. wird die Kommissionsgebühr um $ 1.25 erhöht. Die Gebühr für ausländische Nichtmitglieder ist die obige + 2.50 $ pro 100 Ballen.

Als weitere Gebühren sind bei Andienung oder Annahme zu bezahlen.

1. für Behandlung und Transport 50 cts. und 75 cts. pro Ballen, wenn vom Makler finanziert;
2. für Annahme und Weiterlieferung incl. Finanzierung 50 cts. pro Ballen.

Die Verkaufssteuer ist dieselbe. Die Lieferung erfolgt entweder von Houston oder Galveston. 1% Gewichtsabweichung ist gestattet. Die Ankündigungsscheine müssen am fünften Tage vor dem Andienungstag ausgestellt sein. Der Lieferort muß vermerkt sein, die Scheine sind begebbar.

3. Die New Yorker Kaffee- und Zuckerbörse.
(The New York Coffee and Sugar Exchange).

Kaffee und Zucker werden in New York an einer Terminbörse gehandelt. Ursprünglich bestand dieser Markt ausschließlich als Kaffeemarkt. Die Terminbörse wurde im Dezember 1881 unter dem Titel „New York Coffee Exchange" gegründet und kann somit heute auf ein mehr als 50jähriges Bestehen zurückblicken. 1885 bekam die Korporation ihre Charter mit dem Namen „The Coffee Exchange of the City of New York". Diese Terminbörse gehört zu den in der Einleitung als „alte Börsen" bezeichneten, an welchen das Warentermingeschäft sich heranbildete. Erst 32 Jahre später, 1914, wurde der Terminhandel an dieser Börse auch auf Rohzucker ausgedehnt und im August 1916 wurde der Titel dann in „New York Coffee and Sugar Exchange, Inc." um-

geändert. Im Juni 1917 wurde im Anschluß daran die „New York Coffee and Sugar Clearing Association, Inc." gegründet.

Die U.S.A. verbrauchen etwa die Hälfte der Weltkaffeernte und ungefähr 1/4 der Weltzuckerernte. Die Umsätze an dieser Börse sind daher entsprechend groß:

Jahr	Kaffee		Rohzucker
	A Kontrakt	D* Kontrakt	Kontrakt Nr. 1
1924—30	70 145 000 Sack		82 651 200 To.
1928—30		20 932 000 Sack	

*) D Kontrakt wird erst seit Januar 1928 verwendet.

Aus diesen Zahlen ist ersichtlich, daß diese Börse nach den Getreide- und Baumwollterminbörsen in U.S.A. an 3. Stelle steht. Die Einrichtungen dieser Börse sind dieselben, wie an den anderen Börsen, wie sie auch im allgemeinen Teil beschrieben worden sind. Die Mitgliederzahl beträgt etwa 310[46]); für einen Börsensitz wurden 1932 zwischen $ 3000.— und $ 6000.— bezahlt, am 1. 1. 33 wurden $ 4000.—, am 1. 3. 33 $ 3800.— und am 19. 6. 33 $ 6500.— bezahlt. Es ist hier nicht notwendig, auf die Organisation und Verwaltung der Börse näher einzugehen, da diese in allen Teilen dem im allgemeinen Teil dargestellten Bild entspricht.

Die Besprechung des Kontraktwesens muß für Kaffee und Zucker getrennt erfolgen.

Die Kontrakte für Kaffeeterminhandel:

Das Hauptkaffeeproduktionsgebiet auf der Welt ist Brasilien. Die Kaffeebaumbestände in Brasilien sind nach einer Uebersicht bei Student[47]):

Sao Paulo	1 180 938 000	Bäume,
Minas Geraas	558 284 000	„
Rio de Janeiro	146 218 775	„
Espirito Santo	129 450 000	„

Demgegenüber kommt den übrigen Produktionsgebieten, wie Costarica, Columbia, Afrika, Niederländ. Indien eine weit geringere Bedeutung zu.

Gegenstand des Terminhandels an der Kaffeebörse sind nun in erster Linie „Brazils", Kaffeesorten, die aus Brasilien kommen, aber auch sogenannte milde Kaffeesorten. Hierunter versteht man alle übrigen Provenienzen.

Bis zum Jahre 1928 gab es an der Kaffeebörse nur den Kontrakt „A", der allen Bedürfnissen genügte. Kontraktmenge ist ein Quantum von 32 500 lbs., in ungefähr 250 Säcken. Der Kaffee durfte aus Nord-,

[46]) Lt. Mitteilung von Pierce & Co., Sept. 1933.
[47]) Student, E., Der Warenterminhandel an den internationalen Weltbörsen, Leipzig 1929, S. 96.

Süd- oder Zentralamerika, West- oder Ostindien sein. Eingeschlossen war auch „Washed Robusta", der aus Afrika stammt. Als Andienungsplatz war New York festgesetzt. Basis der Kontraktqualitäten ist Nr. 7 der vorerwähnten Kaffeesorten. Gegen Terminkontrakt „A" können aber sämtliche Klassen von 1—8 einschließlich angedient werden. Die Klassifikation geschieht nach Arten und Qualitäten. Diese Qualitäten zeigen den Prozentsatz fremder Bestandteile, wie schwarze, zerbrochene und unreife Bohnen, Schalen, Steine und Schmutz an. Fünf unreife Bohnen werden einer schwarzen Bohne gleichgestellt. Ein Schmutzstück, ebenso wie zwei kleine Steine, einer schwarzen Bohne, ein großer Stein zwei bis drei schwarzen Bohnen. Man nimmt gewöhnlich zur Untersuchung ein Muster im Gewicht von 1 lb. Enthält es keine fremden Bestandteile, so erhält es die Qualitätsbezeichnung 1. 6 schwarze Bohnen oder ein entsprechendes Quantum anderer Fremdkörper bestimmen die Qualität Nr. 2. 60 schwarze Bohnen Nr. 5, 110 schwarze Bohnen Nr. 7, das ist die Basis-Kontraktqualität.

Bei Andienung anderer als Nr. 7 gegen Terminkontrakt kommen die folgenden fixen Differenzen zur Verrechnung:

Wertdifferenzen der einzelnen Grade bei Kontrakt „A".

Standardgrade	Brazil, ausschl. Santos, Surinam washed Robusta	Santos	anderer als Brazil, Surinam u. washed Robusta
1	+ 1,80 cts.	+ 2,60	+ 3,00 cts. p. lb.
2	+ 1,50 „	+ 2,30	+ 2,50 „ „ „
3	+ 1,20 „	+ 2,00	+ 2,00 „ „ „
4	+ —,90 „	+ 1,50	+ 1,50 „ „ „
5	+ —,60 „	+ 1,00	+ 1,00 „ „ „
6	+ —,30 „	+ —,50	+ —,50 „ „ „
7	Kontraktpreis	Kontraktpreis	Kontraktpreis
8	— —,50 „	— —,50	— —,50 „ „ „

Der Handel in diesem Kontrakt ist jedoch nicht mehr so bedeutend.

Die Bedeutung der Exporte aus Santos hat in den letzten Jahren derart zugenommen, daß sie die Verschiffung von allen anderen Häfen unbedeutend erscheinen läßt. Die von Santos kommenden Kaffeesorten sind bessere Qualitäten. Um nun für diese besseren Sorten ein geeignetes Instrument zur Durchführung der Sicherungsarbitrage zu schaffen, wurde am 16. Januar 1928 der Kontrakt „D" [48]) an der Kaffeebörse eingeführt, der heute der hauptsächlich gehandelte Kontrakt ist.

Bei dem am meisten gehandelten Kontrakt „D" ist der Basisgrad Santos Nr. 4. Folgende Qualitäten mit entsprechenden Zu- und Abschlägen sind gegen diesen Kontrakt andienbar:

[48]) Kontrakttext S. 138.

Nr. 2	+	—.80 cts. per lb.
Nr. 3	+	—.50 cts. per lb.
Nr. 4	Kontraktpreis	
Nr. 5	—	—.50 cts. per lb.
Nr. 6	—	1.— ct. per lb.

Außerdem werden noch zwei weitere Kontrakte gehandelt, die Kontrakte „F" und „H". „F", der sogenannte „milde" Kaffeekontrakt mit dem Basisgrad Nr. 1, der im Jahre 1929 an der Börse eingeführt wurde, dient dem Handel in hochwertigem Columbia-Kaffee (aus den Distrikten: Honda, Girardot, Manizales und Libano); Kontrakt „H", der erst kürzlich eingeführt wurde, läßt auch Kaffee von Columbia, Distrikte Caldas, Cunidnamarca, Huila und Tolima zur Andienung zu. Der Basisgrad ist Nr. 1, milder Typ. Antioquia Kaffee wird mit einem Zuschlag von —.50 ct. per lb. gehandelt und Kaffee aus Santander mit einem Abschlag von —.75 ct. per lb., Cauda und Valle mit einem Abzug von 1.— ct. per lb. Diese beiden Kontrakte haben jedoch noch relativ geringe Bedeutung. Beim Kaffeeterminhandel werden, wie aus obigem ersichtlich, feste Differenzsysteme angewendet [49]).

Die Notierung an der Börse findet in cts. und $^1/_{100}$ ct. per lb. statt. Bei einem Kaffeepreis von $7^1/_4$ cts. (loko am 7. 7. 1933) repräsentiert die Kontraktmenge von 32 500 lbs. einen Wert von $ 2366,25. Die geringste notierte Preisveränderung ist $^1/_{100}$ ct. (ein Punkt), dies bedeutet pro Kontrakt $ 3.25.

Der Handel findet für den laufenden und die folgenden 12 Monate statt. Der Handel für den laufenden Monat endigt mit Börsenschluß des Tages, an welchem spätestens die Andienungsscheine herausgegeben werden müssen, d. h. am 6. Tage vor Monatsschluß. Gewöhnlich ist der Handel in den Monaten Januar, März, Mai, Juli, September, Dezember lebhafter, was mit den Kaffeernten im Zusammenhang steht.

Die effektive Lieferung hat vom amtlichen Lagerhaus aus zu erfolgen. Der gegen Terminkontrakt angediente Kaffee muß jedoch von dem Inspektionsbüro der Börse klassifiziert sein. Für denjenigen, der andient, gibt es hier 2 Möglichkeiten. Entweder kann der Kaffee vor oder nach der Andienung klassifiziert werden. Letztere Methode ist die häufigere. Nach Andienung wird vom Kaffee eine Probe gezogen, die von den Beamten der Börse untersucht wird. Es wird ein Zertifikat darüber ausgestellt, daß der Kaffee als gute Lieferung gegen Terminkontrakt anzusehen ist. Dieses Zertifikat ist ein Jahr lang vom Tage der Ausstellung an gültig [50]). Gewichtsabweichungen in Höhe von 1% der Kontraktmenge sind bei der Lieferung zulässig.

Die Qualität und der Zeitpunkt der Lieferung innerhalb des Terminmonates liegen in Verkäuferswahl. Die Absicht, anzudienen,

---

[49]) Brunn, E. M., The New York Coffee and Sugar Exchange, The Annals of the American Academy of Political and Social Science, Mai 1931, S. 110 ff.

[50]) Brunn, E. M., a. a. O., S. 114.

macht der Verkäufer durch Ausgabe des Ankündigungsscheins kund. Die Andienungsscheine müssen 6—7 Tage vor dem Tag der Andienung ausgegeben werden. Lezter Tag zur Ausgabe der Andienungsscheine ist der 6. Tag vor Monatsschluß [51]). Die Mindestkommissionsgebühren für Kaffeetermingeschäfte betragen:

bei einem Preis per lbs.	Inländer nur U.S.A.	Ausländer
unter 10 cts.	$ 12.50	$ 15.—
von 10 — 19.99 cts.	$ 15.—	$ 17.50
von 20 und mehr	$ 20.—	$ 22.50

Beim heutigen Preis von 7 cts. beträgt die Kommissionsgebühr für Inländer $ 12.50, für Ausländer $ 15.— per Kontrakt, dies wären bei einem Kontraktwert von $ 2356.— 1/2 bezw. 3/50/0. Bei Verkäufen ist die bekannte Steuer in Höhe von 5 cts. per $ 100.— zu bezahlen, in unserem Falle $ 1.20. Interessant ist die prohibitive Bestimmung, wonach die Kreditierung an Auftraggeber durch Kommissionäre $ 250.— per Kontrakt und insgesamt $ 10 000 für Kaffee, Zucker und Melasse nicht überschreiten darf. Alle darüber hinausreichenden Engagements sind vom Kunden voll zu zahlen und dürfen überhaupt nicht kreditiert werden. Der Umsatz an dem Kaffeeterminmarkt betrug im Jahre 1932 4.231.500 Säcke [52]).

Der Zuckerterminmarkt an der New York Coffee and Sugar Exchange.

Gegenstand des Terminhandels ist in 1. Linie der Cubanische Rohrzucker. Die amerikanische Rohrzuckerproduktion betrug im Jahre 1927 8 Millionen Tonnen und war damit ebenso groß wie die europäische, deren Rohstoff die Zuckerrübe ist [53]). Dies wird erwähnt, um die Bedeutung der amerikanischen Zuckerwirtschaft zu kennzeichnen. Der Umsatz an der Börse betrug 5.520.600 tons [52]).

Zweierlei Kontrakte sind in New York in Gebrauch:

1. „Nr. 1 Zucker" zollfrei bis zum Verkauf in einem von der Regierung bestimmten Lagerhaus eingelagert (sugar in bond),
2. „Nr. 2 Zucker", zollfrei oder Zoll bezahlt (duty free or duty-paid).

Nur dem zuerst erwähnten Kontrakt ist Bedeutung beizumessen. Nachfolgend Abdruck des Kontraktes [54]).

---

[51]) Pierce, Commodity Trading Guide, New York 1931 S. 12—2 ff.
[52]) lt. Pierce, Mitteilungen v. September 1933.
[53]) Student, Erich, Der Warenterminhandel, Leipzig 1928, S. 81.
[54]) Kontrakte, S. 140.

Coffee Contract „D“ [55]).

Office of

New York, 19

Sold for

To

325 001 lbs. in about 250 bags, of SANTOS Coffee grading from No. 2 to No. 6 inclusive, provided the average grade shall not be above No. 3 nor below No. 5. Nothing in this contract, however, shall be construed as prohibiting a delivery averaging above No. 3 at the No. 3 grade.

Deliverable from licensed warehouse in the port of New York between the first and last days . . . . . inclusive, at the rate of . . . . . cts. per pound for No. 4 with additions or deductions for other grades according to the rate of the New York Coffee and Sugar Exchange, Inc., existing on the afternoon of the day previous to the date of the notice of delivery. The Coffee to be Fair to Good Roast, Soft.

Either party to have the right to call for margins as the variations of the market for like deliveries may warrant, which margins shall be kept good.

This contract is made in view of, and in all respects subject to the Rules and Conditions established by the New York Coffee and Sugar Exchange, inc. and in full accordance with Section 102 of the By-Laws.

---

[55]) Brunn, E. M., a. a. O., S. 116.

Basis- und Kontraktqualität ist cubanischer Rohrzucker von 96° Polarisation. Kontraktmenge ist ein Quantum von 50 long tons = 112 000 lbs. in Säcken. Gegen Terminkontrakt sind außer der Basisqualität auch noch einige andere Zuckerarten andienbar. Die Zu- und Abschläge schwanken zwischen + 2.75% für Zucker von 98° Polarisation und 6,1% bei 93° Polarisation. Zucker, der weniger als 93° aufweist, ist gegen Terminkontrakt nicht andienbar. — Geschäftsstunden sind Wochentags von 10 a. m. bis 3 p. m. Samstags von 10 a. m. bis 12.

Der Handel findet für den laufenden und die folgenden 12 Monate statt, wobei sich wieder die Tatsache besonders aktiver Monate zeigt, z. B. Januar, März, Mai, Juli, September, Dezember. Der Handel im laufenden Monat schließt 7 Tage vor Monatsende. Die Preise werden in cts. und $^1/_{100}$ ct. per lb. notiert, geringste notierte Preisschwankung ist auch hier $^1/_{100}$ ct., was pro Kontrakt einen Betrag von $ 11.20 ausmacht.

Die effektive Erfüllung der Kontrakte wird aus amtlichem Lagerhaus im Hafen von New York vorgenommen. Andienungszeitpunkt innerhalb des Liefermonats und die zu liefernde Qualität liegen, wie bei allen anderen Terminkontrakten, in Verkäuferswahl. Abweichungen in Höhe von 2% der Kontraktmenge sind erlaubt.

Bei beabsichtigter Lieferung wird ein Ankündigungsschein ausgegeben. Die Ausgabe hat 7 Tage vor dem Erfüllungstag zu erfolgen. Letzter Tag für die Ausstellung eines Andienungsscheins ist der 7. Tag vor Monatsschluß. Samstags dürfen keine Andienungsscheine ausgegeben werden.

Die zu zahlende Kommissionsgebühr beträgt für Nichtmitglieder für Kauf oder Verkauf pro Kontrakt:

bei einem Preis von	für Inländer U.S.A. Cuba, Porto Rico	Ausländer
3.99 cts. oder weniger per lb.	$ 12.50	$ 15.—
4 cts. — 9.99 cts. „ „	$ 15.—	$ 17.50
10 cts. — 12.99 cts. „ „	$ 17.50	$ 20.—
13 cts. — 17.99 cts. „ „	$ 20.—	$ 22.50
18 cts. und mehr „ „	$ 25.—	$ 27.50

Bei Andienung gegen Terminkontrakt ist nochmals eine Kommissionsgebühr zu zahlen, die mindestens der Gebühr für einen Kauf oder Verkauf eines Kontraktes entspricht.

Es wird, wie bei allen bisher beschriebenen Börsen, für Verkäufe die Federal Tax von 5 cts. per $ 100.— (oder angefangene) Kontraktwert erhoben.

Auch beim Zuckertermingeschäft findet sich die den Kredit des Kommissionärs an den Kunden einschränkende Bestimmung. Mehr als $ 250.— per Kontrakt darf nicht kreditiert werden. Insgesamt ist der Kredit auf $ 10 000.— beschränkt. Darüber hinausgehende Engagements muß der Kunde in bar bezahlen.

Contract 1 — Raw Sugars[56]).

Office of

New York, 19

Sold for

To

50 tons of 2240 lbs. each of Sugar in bags, deliverable from licensed warehouse in the port of New York, between the first and last days of . . . . . inclusive. The delivery within such time to be at sellers's option upon seven, eight or nine days' notice to the buyer. The sugar to be of any grade or grades as specified in Section 88 a at the price of . . . . . cts. per lb. in bond, net cash, for Cuba Centrifugal 96 degrees average polarization outturn with additions or deductions for other grades according to the rates of the New York Coffee and Sugar Exchange, Inc., existing upon the afternoon of the day previous to the date of the notice of delivery.

Either party to have the right to call for margins as the variations of the market for like deliveries may warrant, which margins shall be kept good.

This contract is made in view and in full accordance with the By-Laws, Rules and Conditions established by the New York Coffee and Sugar Exchange, Inc.

---

[56]) Brunn, E. M., The New York Coffee and Sugar Exchange. The Annals of the Academy of Political and Social Science. Mai 1931, S. 116.

4. Die Kakao Terminbörse in New York.
(New York Cocoa Exchange).

Die U.S.A. verbrauchen beinahe 40% der gesamten Kakao-Produktion. Nachdem sowohl Angebot wie Nachfrage nach Kakaobohnen in den letzten 25 Jahren eine lebhafte Steigerung erfahren hatten, entwickelte sich gerade in New York ein wichtiger Markt dafür. Die Bemühungen, diesen Markt zu organisieren, gipfelten in der Gründung der New York Cocoa Exchange 1925. Die Börse ist nach den Grundsätzen der anderen Warenterminbörsen aufgebaut und dient nur dem Terminhandel. Die Zahl der Mitglieder beträgt 183[57]). Der Umsatz der Börse war 1929 47208 Contracte, mit je 30 000 lbs. pro Kontrakt, 1932[57]) 34798 Contrakte. Der ungefähre Wert war 1929 $ 143.000.000.—, 1932[57]) $ 44.367.450.

Der Börsensitz kostet hier etwa 2.500 $ [58]).

Die Geschäftsstunden sind wochentags von 10.30 a. m. — 3 p. m., Samstags von 10 a. m. — 12.

Die Kontrakteinheit ist 30.000 lbs. (net weight) in Original-Verschiffungssäcken [59]).

Basisgrade sind Accra (Haupternte von der britischen Goldküste, West-Afrika), Bahia (Brasilien), San Thoma Fine (portugiesische Insel). Sie werden zum Kontraktpreis gehandelt, wobei 8—10% kleine Fehler haben dürfen. Verschiedene andere Grade sind mit entsprechend fixen Differenzen von 1/4 ct. Zu-, bis 1 ct. Abschlag andienbar.

Gehandelt wird auf Termine im laufenden und den 12 folgenden Monaten. Januar, März, Mai, Juli, September, Dezember sind die aktiven Monate. Die Preise werden in cts. und 1/100 ct. per lb. notiert. Die kleinste Basisschwankung beträgt 1/100 ct., pro Kontrakt also $ 3.—. Für jeden Kontrakt wird vom Makler an das Clearinghaus ein Einschuß in Höhe von $ 300.— einbezahlt. Deshalb belastet der Kommissionär seinen Kunden auch pro Kontrakt für diese Summe.

Die Kommissionsgebühren, die ein Nichtmitglied für Kauf oder Verkauf zu zahlen hat, sind pro Kontrakt:

wenn der Preis pro lb. beträgt:	Inländer (nur U.S.A.)	Ausländer
unter 10 cts.	$ 12.50	$ 15.—
10 cts. — 14.99 cts.	$ 15.—	$ 17.50
15 cts. und mehr	$ 20.—	$ 22.50

Wenn der Kontrakt durch tatsächliche Lieferung erfüllt wird, muß eine weitere Gebühr in derselben Höhe wie oben bezahlt werden.

---

[57]) lt. Pierce, Mitteilungen September 1933.

[58]) lt. Mitteilung von E. A. Pierce, New York.

Preise der Börsensitze	19. 6. 33	1. 3. 33	1. 1. 33
$	2.500	1.700	1.800

[59]) Kontrakttext S. 142.

Contract I — Cocoa beans [60])

Office of

To

New York, 19

Sold for

To.

30 000 pounds net of cocoa beans (in original shipping bags of average weight(s) customary for the growth) of any country or clime, including new and yet unknown growth, deliverable from warehouse licensed by the New York Cocoa Exchange Inc,, in the port of New York, Between the first and the days of . . . . . next, inclusive, the delivery within such time is at the sellers' option, upon notice to the buyer of either five, six or seven days, as may be prescribed by the trade rules, the cocoa is to be of any grade permitted by the trade rules, at the price of . . . . . cts. per pound, for the Standard grade and growths, with additions for deductions for other grade or growths according to the rates of the New York Cocoa Exchange, Inc., existing on the afternoon of the day previous to the day of the notice of delivery.

Either party is to have the right to call for margins as the variations of the market for like deliveries may warrant, which margin shall be kept good.

This contract is made in view of and in all respects subject to, the by-laws and rules and regulations established by the New York Cocoa Exchange, Inc., and all differences and shilling or disputes that may arise hereunder shall be settled by arbitration pursuant to such by-laws, rules and regulations. For and in consideration of one Dollar to the undersigned in hand paid, receipt of which is hereby acknowledged, the undersigned accepts this contract with all its obligations and conditions.

---

[60]) Canalizo, Eugene, A. New York Cocoa Exchange. The Annals of American Academy of Political and Social Science, Mai 1931, S. 142.

Die Bundessteuer für Verkäufe beträgt auch hier 5 cts. pro angefangene $ 100.— des Kontraktwertes. Die Lieferung geschieht vom amtlichen Lagerhaus im Hafen von New York, wenn nicht nach besonderer Verabredung und Mitteilung an den Sekretär der Börse vereinbart ist, daß Lieferung ab Schiff oder ab Dock gestattet ist. Die Franchise beträgt 1% des Kontrakt-Gewichtes. Lieferdatum und die Wahl innerhalb der andienbaren Grade stehen dem Verkäufer zu. Die Ankündigung der Lieferung geschieht 5 Kalendertage vorher (wenn nicht 6 oder 7 Tage zur Lieferung notwendig sind); aber auf keinen Fall sollen mehr als 3 Tage zwischen der Ausstellung des Ankündigungsscheins und der Lieferung liegen. Andienungsscheine sind begebbar. Sie können an Samstagen nicht ausgestellt werden.

5. „The Commodity Exchange of New York, Inc."

Am 5. Mai 1933 wurden die bisher unabhängig voneinander bestehenden Warenterminbörsen: The New York Hide Exchange, Inc., The National Metall Exchange Inc., The New York Rubber Exchange und The National Raw Silk Exchange unter der Bezeichnung The Commodity Exchange of New York zusammengefaßt.

Die 4 einzelnen Börsen, die hier erwähnt wurden, gehören zu den neueren und neuesten Warenterminmärkten. Ihre Einrichtungen, sowie die Geschäftstechnik wurden nach dem Muster der älteren Warenterminbörsen wie z. B. dem „Chicago Board of Trade" und der „New York Cotton Exchange" geschaffen. Die Verschmelzung bedeutet eine örtliche und verwaltungstechnische Zusammenfassung der verschiedenen Märkte. Die Gesamtmitgliedschaft beträgt 1031. Die einzelnen Märkte blieben jedoch unabhängig voneinander bestehen.

Aus diesem Grunde werden die einzelnen Terminmärkte der Reihe nach gesondert behandelt.

a. Der Kautschukterminmarkt.

Die Geschäftszeit für den Kautschukterminhandel an der Commodity Exchange ist Wochentags von 10.10 a. m. bis 2.55 p. m., und Samstags von 10.10 a. m. bis 11.55 a. m.

Die Art der Kontrakte hat seit Bestehen der Börse verschiedentlich gewechselt. Heute ist der Nr. 1 Standard- und der „A"-Kontrakt gebräuchlich [61]). Am häufigsten wird der Nr. 1 Standard-Kontrakt gehandelt.

Die Kontrakteinheit ist 10 long tons (22400 lbs.). Der Basisgrad für diesen Kontrakt ist „Nr. 1 Standard Quality Ribbed Smoked Sheet Hevea Plantation Crude Rubber". Diese Qualität ist in den Börsenstatuten festgelegt. Sie wird vom Inspektionsbüro der Börse bei Andienung nachgeprüft und ein Zertifikat darüber ausgestellt. Für In-

[61]) Kontrakttext S. 146.

spektion und Gradierung per Kontrakteinheit werden $ 20.— berechnet. Die Hälfte kann dem Käufer belastet werden. Es können auch bessere Qualitäten geliefert werden, ein Zuschlag wird hierfür aber nicht gewährt. Es ist nicht gestattet, geringere Qualitäten als „Nr. 1 Standard" anzudienen.

Die Kontraktdauer erstreckt sich auf den laufenden und die 11 folgenden Monate. Kontrakte für Januar, März, Mai, Juli, September und Dezember-Termin werden am häufigsten gehandelt.

Die Preisnotierung erfolgt auch hier in cts. und $^1/_{100}$ ct.

Die geringst mögliche Preisschwankung beträgt $^1/_{100}$ ct., pro Kontrakt also $ 2.24.

Als Minimalgebühren für Kommmission sind für U. S. A. und Canada folgende Beträge festgesetzt:

Preise per lb.	Kauf oder Verkauf je Kontrakt		Vollständ. „Straddle" 4 Kontrakte	
	Mitglieder	Nichtmitglieder	Mitgl.	Nichtmitgl.
unter 10 cts.	$ 6.25	12.50	15.50	28.—
10—14.99 cts.	$ 7.50	15.—	18.50	33.50
15—19.99 cts.	$ 8.75	17.50	21.50	39.—
20—29.99 cts.	$ 10.—	20.—	25.—	45.—
30 u. mehr cts.	$ 12.50	25.—	31.—	56.—

Für Kunden außerhalb U.S.A. und Canada wird eine weitere Gebühr von $ 1.25 bezw. $ 2.50 gerechnet. Bei effektiver Lieferung wird eine besondere Gebühr erhoben, die mindestens so hoch wie die Kommissionsgebühr sein muß. Wenn Kredit gewährt werden muß, werden pro Kontrakt weitere $ 20.—, außer den Zinsen für die kreditierte Summe, berechnet.

Die Bundessteuer für Verkäufe beträgt auch hier 5 cts. pro $ 100.— für Verkäufe. Die effektive Lieferung geschieht ab dem Dock oder ab amtlichem Lagerhaus im Hafen von New York, wenn nicht ein Importzoll auf Kautschuk erhoben wird. In diesem Falle erfolgt die Lieferung ab Zollstation. Der Lieferzeitpunkt innerhalb des Liefermonats liegt in Verkäuferswahl. 1% Gewichtsdifferenz ist bei effektiver Lieferung gestattet. Samstags kann nicht angedient werden. Der Ankündigungsschein einer beabsichtigten Lieferung muß am 2. Tag vor dem Andienungstag ausgestellt sein, darf aber nie an einem Samstag ausgestellt werden. Wie bei den anderen Börsen ist die Kreditgewährung auf $ 250.— pro Kontrakt und im Ganzen auf $ 10 000.— beschränkt.

Zinsberechnung auf Einschüsse ist verboten. Wenn Sicherheiten als Einschüsse für Preisdifferenzen hinterlegt werden, so wird Zins in der Höhe der Einschüsse mit 6% pro annum berechnet.

Der „A"-Kontrakt wird in der gleichen Weise gehandelt. Die Kontrakteinheit ist ebenfalls 10 long tons (22400 lbs.) netto und zwar Hevea Plantation Crude Rubber.

Basisgrade dieses Kontraktes sind: Nr. 1 Ribbed Smoked Sheets, Nr. 1 Thin Crepe, Nr. 1 Thick Crepe. Andere gegen Terminkontrakt andienbare Grade sind: Nr. 2 Thin Crepe, Nr. 2 Thick Crepe, Nr. 2—5 Ribbed Smoked Sheets. Wenn diese Qualitäten angedient werden, wird der Qualitätsunterschied im Abrechnungspreis berücksichtigt. Die Differenzen und Vergütungssätze werden monatlich am Vormittag des letzten Ausstellungstages für Ankündigungsscheine für den laufenden und den folgenden Monat vom Berichtigungsausschuß festgesetzt. Die Laufzeit der Kontrakte ist dieselbe wie für Kontrakt Nr. 1. Die Preisnotierung und täglichen Preisunterschiede sind ebenfalls gleich. — Auch sämtliche Bestimmungen über Kommissionsgebühren werden auf beide Kontraktarten angewandt.

Die Verkaufssteuer beträgt auch hier 5 cts. per $ 100.—. Der einzige Unterschied in Bezug auf effektive Lieferung besteht darin, daß der Ankündigungsschein am 4. Tag vor dem Andienungstage ausgestellt werden muß. — Der Umsatz betrug im Jahre 1931 27 181 Kontrakte [62]).

[62]) Lt. Mitteilg. von Pierce & Co., Sept. 1933.

Commodity Exchange, Inc.[63]).

Kubber No. 1 Standard Contract.

New York, N. Y., ... 19 . . .

A. B. & Co. have this day $\frac{\text{sold}}{\text{bought}}$ and agreed to

deliver to
receive from

Ten (10) Tons, (22400 pounds) of No. 1 Standard Quality Ribbed Smoked Sheets Hevea Plantation Rubber (Exchange Rubber Type) at the price of . . . . . cents per pound, the seller having the option of delivering Ribbed Smoked Sheets of a superior quality at the contract price, in accordance with the provisions of the By-laws, Rules and Regulations of Commodity Exchange, Inc., deliverable from licensed warehouse or on dock in the Port of New York, provided that on the day of delivery there is no United States Government import tax in effect in respect to the rubber tendered, otherwise deliverable from bonded, licensed warehouse or in bond on dock in the Port of New York, all in accordance with the provisions of the By-Laws, Rules and Regulations of Commodity Exchange, Inc., such delivery to be made between the first and last delivery days of . . . . . inclusive, the delivery within such time to be at seller's option, upon notice to the buyer as provided by the By-laws, Rules and Regulations of Commodity Exchange, Inc.

Either party may call for margin, as the variations of the market for like deliveries may warrant, which margins shall be kept good.

This contract is made in view of, and in all respects subject to the By-laws, Rules and Regulations established by Commodity Exchange, Inc.

For and in consideration of one Dollar ($ 1.—) to the undersigned in hand paid, receipt whereof is hereby acknowledged, the undersigned accepts the contract with all its obligations and conditions.

---

[63]) Statuten der Commodity Exchange, Inc.

Commodity Exchange, Inc.[64]) [65]).

Transferable Notice

Rubber „No. 1 Standard" Contract.

New York, N. Y., ... 19 . . .

M o'clock

To

Take notice that on . . . . . 19 . . . we shall deliver to you about 22400 pounds of No. 1 Standard Quality Ribbed Smoked Sheets Plantation Rubber (Exchange Rubber Type) from warehouse . . . . . on dock . . . . . at the transferable notice price of . . . . . cents per pound (with adjustments) in accordance with the terms of Rubber „No. 1 Standard" Contract of Commodity Exchange, Inc. and the By-laws and Rules with respect thereto.

We pledge ourselves to deliver on the day specified for delivery, to the last acceptor hereof, documents as provided in the By-laws and Rules of Exchange upon written notice of the holding of this Notice given to us by the last acceptor hereof before 4 P. M. on the day this Notice is issued, except that a transferee who becomes the last acceptor of a Transferable Notice after 4 P. M. on the last day of delivery for the current month must notify us before 9 A. M. on the next business day. This notice is to be delivered to us simultanously with our delivery of documents, referred to above, to the last acceptor hereof.

Signed . . . . . .

Conditions: Each of the acceptors hereof agrees that the last acceptor hereof will, before 4 P. M. on the day this Notice is issued, or as otherwise required, give written notice of the holding of this Notice to the issuer hereof, and will on the day specified for delivery, receive from the said the documents as provided in the By-laws and Rules, and make payment against them, all in accordance with the provisions of the By-laws and Rules of Commodity Exchange, Inc.

---

[64]) Pierce, Commodity Trading Guide, New York.
[65]) Statuten der Commodity Exchange, Inc.

Commodity Exchange, Inc. [66]).

Rubber „A" Contract.

New York, N. Y., ... 19 . . .

A. B. & Co. have this day $\frac{\text{bought}}{\text{sold}}$ and agreed to

deliver to
receive from

Ten (10) Tons, (22 400 pounds) of Hevea Plantation Rubber at the price of . . . . . cents per pound, the seller having the option to deliver No. 1 Ribbed Smoked Sheets (Exchange Rubber Type), No. 1 Thin Crepe (Exchange Rubber Type) or No. 1 Thick Crepe (Exchange Rubber Type) at the above mentioned price, or other grades or qualities and Exchange Rubber Type with deductions, all in accordance with the provisions of the By-laws, Rules and Regulations of Commodity Exchange, Inc., deliverable from warehouse or on dock, in the Port of New York, provided that on the day of delivery there is no United States Government import tax or duty in effect in respect to the rubber tendered, otherwise deliverable from bonded warehouse or in bond on dock in the Port of New York, all in accordance with the provisions of the By-Laws, Rules and Regulations of Commodity Exchange, Inc., such delivery to be made between the first and last delivery days of . . . . . inclusive, the delivery within such time to be at seller's option, upon notice to the buyer as provided by the By-laws and Rules of Commodity Exchange, Inc.

Either party may call for margin, as the variations of the market for like deliveries may warrant, which margin shall be kept good.

This contract is made in view of, and in all respects subject to the By-laws, Rules and Regulations established by Commodity Exchange, Inc.

For and in consideration of one Dollar ($ 1.—) to the undersigned in hand paid, receipt whereof is hereby acknowledged, the undersigned accepts this contract with all its obligations and conditions.

---

[66]) Statuten der Commodity Exchange of New York.

Commodity Exchange, Inc. [67]).
Transferable Notice.

New York, N. Y., ... 19 . . .

Rubber „A" Contract.

M o'clock

To

Take notice that on . . . . . 19 . . . we shall deliver to you about 22400 pounds of Crude Rubber of the grade of . . . . . from warehouse . . . . . on dock . . . . . at the Transferable Notice price of . . . . cents per pound with adjustments in accordance with the terms of Rubber „A" Contract of Commodity Exchange, Inc. and the By-Laws and Rules with respect thereto.

We agree to issue Sampling order to the last acceptor hereof upon receipt of notice of the holding of this Notice. We further agree to make delivery to the last acceptor hereof against check (or checks) representing payment for said rubber, as provided by the By-Laws and Rules of Commodity Exchange, Inc. This notice is to be delivered to us simultaneously with our presentation of delivery documents to the last acceptor hereof.

. . . . . .
per . . . . . .

Conditions: Each of the acceptors hereof agrees that the last acceptor hereof will, before 4 P. M. on the day this Notice is issued, or as otherwise required, give notice of the holding of this Notice to the issuer hereof, and will sample the rubber tendered and will pay check against invoice and delivery documents and take delivery as provided by the By-Laws and Rules of Commodity Exchange, Inc.

It is further agreed that each acceptor hereof shall continue all his liability to each other for the fulfillment of the contract until this notice shall have been returned to the issuer, delivery taken, paid for and all differences or balances paid, at which time all responsibilities of all parties hereto shall cease.

Signed . . . . . .

Time received	The above with all its conditions and obligations is hereby accepted	Transferred to.

[67]) Statuten der Commodity Exchange of New York.

b) Der Rohseidenmarkt an der Commodity Exchange in New York.

Die U.S.A. sind bei weitem die größten Verbraucher von Rohseide. 1927 wurden mehr als $^3/_4$ der gesamten Weltproduktion verbraucht. Von dem japanischen Export nehmen die U.S.A. nicht weniger als $^9/_{10}$ auf, ja die Rohseide ist das Haupteinfuhrprodukt in die U.S.A. Sie stellt ungefähr 9% der Gesamteinfuhr (Wert $ 400 Millionen) dar.

Nachdem für fast alle wichtigen Handelswaren Börsen für den organisierten Terminhandel errichtet wurden, schritt man auch zur Gründung einer Rohseideterminbörse.

Im April 1928 wurde die „National Raw Silk Exchange" in New York inkorporiert und im September 1929 der Terminhandel eröffnet. Die Mitgliederzahl betrug 265, die sich aus Seidehändlern, Importeuren, Exporteuren, Fabrikanten und Kommissionshäusern der U.S.A., Europas, Japans und Chinas zusammensetzt [68]).

Seit 1. Juli 1933 ist der auf S. 152 wiedergegebene Kontrakt in Gebrauch.

Die Geschäftsstunden für den Rohseideterminhandel an der Commodity Exchange sind wochentags von 10.20 a. m. bis 3. p. m., Samstags von 10.20 a. m. bis 12.

Die Kontrakteinheit beträgt 1300 lbs. (netto) in 10 Ballen.

Der Basisgrad ist D $^{13}/_{15}$ Denier, weiße japanische Rohseide. Das entspricht annähernd dem kommerziellen Grad, der mit Crack XX bezeichnet wird. Andienbar sind elf weitere Grade nach Verkäuferswahl unter Verrechnung der entsprechenden Differenzen, die einmal monatlich vom „Adjustment Committee" festgesetzt werden. (In besonderen Fällen werden die Differenzen in Sondersitzungen des Ausschusses mehrmals im Monat festgesetzt).

Andienbare Grade:

Börsengrade		annähernd kommerzielle Grade
	$^{13}/_{15}$ Deniers	
A		White Special Grand
B		White Grand XX
C		White Special Crack XX
D	Basisgrad	White Crack XX
E		White Double Extra
F		White Best Extra
	$^{20}/_{22}$ Deniers	
AW		White Grand XX
BW		White Special Crack XX
CW		White Crack XX
AY		Yellow Grand XX
BY		Yellow Special Crack XX
CY		Yellow Crack XX

[68]) Baer, J., National Raw Silk Exchange, Inc., New York, 1928, S. 11.

Terminkontrakte werden für den laufenden und die 7 folgenden Monate abgeschlossen.

Die Preise werden in $ und cts. per lb. notiert. Die geringste Preisschwankung beträgt 1 ct. per lb., also $ 13.— pro Kontrakt. Die Kommissionsgebühren für N i c h t mitglieder betragen: pro Kontrakt:

bei einem Preis per lb. von:	Inländer:	Ausländer:
$ 5.99 oder niederer	$ 15.—	$ 17.50
$ 6.— bis 7.—	$ 18.—	$ 20.50
$ 7.01 oder mehr	$ 22.—	$ 24.50
„Floorbrokerage“ [69])		
$ 5.99 oder niederer	$ 1.50	
$ 6.— bis 7.—	$ 1.75	
$ 7.01 oder mehr	$ 2.—	
	$ 2.25	

Bei effektiver Lieferung oder Annahme wird eine zusätzliche Kommissionsgebühr berechnet, die das Doppelte der oben genannten beträgt. Wenn Vorschüsse gegeben werden, müssen pro Kontrakt, außer Zinsen und Kosten, $ 25.— bezahlt werden.

Die Verkaufssteuer wird auch hier mit 5 cts. per angefangene $ 100.— des Kontraktes gerechnet. Die Lieferung muß vom amtlichen Lagerhaus (das einzige z. Zt. ist U. S. Testing Co., Hoboken, N. J.) geschehen. Samstags kann nicht angedient werden. Bei Andienung gegen einen Kontrakt darf nur ein Grad geliefert werden. Gewichtsschwankungen von 4% unter und 6% über dem Kontraktgewicht (1300 lbs.) sind gestattet. Der Andienungsschein muß am dritten Tage vor der Lieferung ausgestellt werden. An Samstagen ist die Ausstellung nicht gestattet. Die Scheine sind, wie an allen übrigen Börsen, übertragbar.

Mehr als $ 10.000.— dürfen auf Seidetermingeschäfte nicht kreditiert werden.

Der Umsatz betrug im Jahre 1932 255.310 bales[70]).

---

[69]) Diese Gebühr wird berechnet, wenn ein Mitglied durch einen Floormakler an der Börse kaufen läßt, nach Schluß der Börse jedoch mit dem Vertragsgegner direkt austauscht.

[70]) Lt. Mitteilg. von Pierce & Co., N. Y. Oct. 1933.

COMMODITY EXCHANGE, INC.[71])

Japanese Raw Silk Contract.

New York, ..., 19 . . .

A. B. have this day sold/bought and agreed to deliver to/receive from C. D.

10 bales of Japanese Raw Silk (about 1300 pounds) at the price of . . . . . dollars and . . . . . cts. per pound for Exchange Grade D, with additions or deductions for other grades and sizes (denier) as provided by the By-Lawes, Rules and Regulations of Commodity Exchange, Inc., deliverable from licensed warehouse in the Port of New York, between the first and last delivery days of . . . . . inclusive, the delivery within such time to be at seller's option in one warehouse, upon notice to buyer, as provided by the By-Laws and Rules of Commodity Exchange, Inc. Either party may call for a margin, as the variations of the market for like deliveries may warrant, which margin shall be kept good.

This contract is made in view of, and in all respects subject to the By-Laws, Rules and Regulations of Commodity Exchange, Inc.

For and in consideration of one Dollar ($ 1.—) to the undersigned in hand paid, receipt whereof is hereby acknowledged, the undersigned accepts the contract with all its obligations and conditions.

---

[71]) Statuten der Commodity Exchange of New York.

Transferable Notice Form for Raw Silk [72]).

New York, ..., 19 . . .

(8.59 o'clock)
To H. Bros & Co.)

Take notice that on . . . . . ., 19 . . . in accordance with the terms of our contract sale to you, we will deliver to you ten bales of Japanese Raw Silk (about 1300 pounds) for Grade . . . . . at the transferable notice price of . . . . Dollars . . . . cents per pound.

We pledge ourselves to deliver on the day specified for delivery to the last acceptor hereof, a warehouse-receipt, together with a certificate of grade or validated notice of grade (as provided for in section 240 of the By-Laws) upon written advice of the holding of this notice given to us by the last acceptor hereof before four o'clock P. M. on the day this notice is issued, except that a transferee who becomes the last acceptor of a transferable notice after 4 o'clock P. M. on the last notice day, for delivery in the current month, must notify us before 9 o'clock A. M. the next business day.

This Notice is to be delivered to us simultaneously with our delivery of the warehouse receipt or receipts to the holder thereof.

Signed . . . . . .

Conditions: Each of the acceptor agrees that the last acceptor hereof will, before 4 o'clock P. M., on the day this notice is issued (except on the last notice day) given written advice of the holding of this notice to the issuer hereof and on the delivery day specified herein receive from the issuer a warehouse receipt, together with a certificate of grade (as provided in section 240 of the By-Laws) for ten bales of Raw Silk and pay the issuer at the transferable notice price hereinbefore specified with additions or deductions as provided for in Rule 6, settling with the issuer on the basis of Grade D, with adjustment for any other grade in accordance with the differentials applying on the date of this notice and allowance as provided in paragraph (e) of Section 240 of the G y—Laws. It is further agreed that each acceptor hereof shall continue his (or their) liability to each other for the fulfillment of the contract until this notice shall have been returned to the issuer and a warehouse receipt for the raw silk to be delivered received by the last acceptor hereof from the issuer at which time all responsibilities of intermediate parties shall cease.

Signed . . . . . .

---

[72]) Statuten der Commodity Exchange of New York.

c. Der Häuteterminmarkt an der New York Commodity Exchange, Inc.

Die New Yorker Häutebörse wurde im Dezember 1928 inkorporiert. Am 4. Juni 1929 begann der Terminhandel am Börsenring. Bei der Gründung wurde vor allen Dingen die Tatsache in Betracht gezogen, daß rohe Häute, im Gegensatz zu anderen Rohstoffen, die terminmäßig gehandelt werden, nur ein Nebenprodukt der Fleischproduktion sind. Die Preisbildung wird daher hier auch von der Bewegung auf dem Vieh- und Fleischmarkt bestimmt. Dadurch sind die Preisschwankungen noch schwieriger voraus zu berechnen, und so ist die Möglichkeit der Minderung des Konjunkturrisikos durch die an der Börse zu tätigende Sicherungsarbitrage hier von besonderer Bedeutung.

Obwohl die Börse in einer verhältnismäßig ungünstigen Zeit gegründet wurde, wurden erhebliche Umsätze schon in den ersten Jahren erzielt.

Im Jahr 1930 belief sich der Umsatz auf 319.240.000 lbs.[73]) (ca. 6 Mill. Häute),
Im Jahr 1932 belief sich der Umsatz auf 425.840.000 lbs.[74]) (ca. 8 Mill. Häute).

Wie nachstehende Ziffern zeigen, brachte der Beginn des Jahres 1933 mit seinen Anzeichen eines Abflauens der Krise in der ganzen Welt auch einen erheblichen Aufschwung am Häutemarkt:

1933

Monat	Zahl der Kontrakte	lbs.
März	316	12.640.000
April	932	37.280.000
Mai	1505	60.200.000
1.—15. Juni	487	19.480.000

Zu diesem Aufschwung des Geschäftes soll auch die Vereinigung der Häutebörse mit den drei anderen Warenterminbörsen zur Commodity Exchange, Inc. beigetragen haben.

Die Mitglieder der Häutegruppe an der Commodity Exchange setzen sich hauptsächlich aus Interessenten des Häutehandels, Lederfabrikanten, Kommissionsfirmen und Börsenhändlern zusammen.

Der Terminhandel vollzieht sich genau in den Formen, wie an allen anderen modernen Warenterminmärkten.

Seit der Gründung der Börse wurde die Form des Kontraktes verschiedentlich geändert. Heute ist der auf Seite 157 wiedergegebene Kontrakt in Gebrauch.

Die Kontrakteinheit lautet über 40.000 lbs., was einem Quantum von etwa 1000 Häuten entspricht. Das ist die im Häutehandel übliche Abschlußmenge. Bei effektiver Andienung ist eine Gewichtsabweichung

---

[73]) „Annual Report" der Häuteterminbörse, 1930.
[74]) „Annual Report" der Häuteterminbörse, 1932.

von 10% nach oben und nach unten gestattet. Die Kontraktqualität ist „Nr. 1 leichte einheimische Packer-Kuhhäute" („No. 1 Light Native Packer Cow Hides") und zwar Juli-, August- oder September-Schlachtung. Die Häute, die in diesen Monaten in U.S.A. anfallen, sind kurzhaarig und ergeben beim Gerben ein besseres Rendement als die langhaarigen des in den Wintermonaten geschlachteten Viehs.

Gegen Terminkontrakt sind zur effektiven Erfüllung andienbar:

Frigorofico-Häute, und zwar 4 Klassen: Häute von Ochsen, Kühen, leichten Ochsen und ganz leichten Ochsen und Kühen. Diese Häute kommen aus den Gefrierfleischanstalten Argentiniens, Uruguays und Brasiliens. Sie zeichnen sich durch besonders gute Qualität, sauberen Abzug und hohes Rendement beim Gerben aus und stellen so ein besonders hochwertiges Rohmaterial für die Lederindustrie dar.

Packer-Häute sind die Häute, die bei den Schlachtungen in den vier großen Fleischwerken Chicagos gewonnen werden. Es sind einheimische Häute bester Qualität und Behandlung. Die ververschiedenen Klassen und Unterklassen der gegen Terminkontrakt andienbaren Packerhäute sind:

Häute von extra leichten, leichten, schweren einheimischen (ungebrannten) Ochsen
leichten, schweren, einheimischen (ungebrannten) Kühen,
leichten, schweren, gebrannten (butt branded) Ochsen,
extra leichten, leichten, schweren Colorado (gebrannten) Ochsen,
extra leichten, leichten, schweren (gebrannten) Texas-Ochsen,
gebrannten Kühen jeden Gewichts.

„Packer Typ" - Häute stammen aus den Stadtschlachthäusern von U.S.A. Es sind ebenfalls einheimische Häute. Sie werden in der gleichen Weise behandelt, wie die Packerhäute. Es gibt nur zwei Qualitäten, Kuh- und Ochsenhäute ohne Brandzeichen, sowie Kuh- und Ochsenhäute mit Brandzeichen aller Gewichtsklassen.

„Pacific Coast Hides", Häute von der pazifischen Küste, kommen aus den Staaten Californien, Oregon und Washington. Sie werden ebenfalls in zwei Klassen eingeteilt:

Häute von leichten, schweren, einheimischen und gebrannten Ochsen,
einheimischen und gebrannten Kühen aller Gewichte (incl. extra leichten Ochsen).

Diese verschiedenen Häutegattungen sind in den Börsenstatuten genau beschrieben. Bei der Inspektion wird Sorge getragen, daß die anzudienenden Häute diesen Klassifizierungs-Bestimmungen genau entsprechen.

Für besondere Qualitätsunterschiede innerhalb der verschiedenen Klassen von Häuten werden entsprechende Zu- und Abschläge gemacht. Zunächst wird der Monat, in dem die Schlachtung bezw. der Abzug der Häute stattgefunden hat, bei der Bewertung der Häute berücksichtigt, da dieser für die Qualität eine erhebliche Bedeutung hat.

Frigorifico-Häute:

Schlachtungsmonat	Abzüge
Dezember, Januar, Februar	kein Abzug
März	3 %
April, Mai	5 %
Juni, Juli, August	7 %
September, Oktober	5 %
November	3 %

Packer-, Packer-Typ- und Pacific Coast-Häute.

Schlachtungsmonat	Abzüge
Juli, August, September	kein Abzug
Oktober	2 %
November	4 %
Dezember	6 %
Januar	9 %
Februar, März	12 %
April	9 %
Mai	6 %
Juni	3 %

Die Unterschiede in den zu berechnenden Abschlägen erklären sich aus der Tatsache, daß die Frigorifico-Häute aus der südlichen und die Packer-, Packer-Typ- und Pacific Coast Häute aus der nördlichen Halbkugel stammen. Neben diesen Abzügen bestehen noch eine Reihe anderer Zu- bezw. Abschläge, die dazu dienen, den Kontraktpreis dem Wert der tatsächlich angedienten Häute anzupassen.

Der Terminhandel am Häutemarkt der „Commodity Exchange, Inc." findet täglich von 10.30 a. m. bis 3 p. m. statt, Samstags von 10.30 a. m. bis 12. Es werden Termine für den laufenden und die 11 folgenden Monate gehandelt.

Die Preise werden in cts. und $^1/_{100}$ ct. per lb. notiert. Die geringste Preisschwankung, die notiert wird, ist $^1/_{100}$ ct. = 1 Punkt. Dies entspricht $ 4.— per Kontrakt.

Die Kommissionsgebühr für Nichtmitglieder beträgt, wenn sie in U.S.A. oder Canada wohnen, $ 20.— für Kauf oder Verkauf eines Kontraktes. Wenn Andienung vorgenommen werden soll, ist vom Verkäufer eine weitere Kommissionsgebühr von $ 25.— per Kontrakt zu zahlen. In dieser Gebühr sind jedoch die Kosten für das Lagerhaus und andere Unkosten nicht enthalten.

Auch hier wird bei Verkäufen die „Federal Sales Tax" in Höhe von 5 cts. per je $ 100.— des Kontraktwertes erhoben.

Andienung kann nur vom amtlichen Lagerhaus in Chicago oder im Hafen von New York vorgenommen werden. Außerdem können vom Direktorenrat auch andere Orte als Andienungsplätze bestimmt werden.

Der Andienungsschein muß spätestens 4 Tage vor dem Tage der beabsichtigten Lieferung ausgestellt und in Umlaufe gesetzt werden. Samstags können keine Andienungsscheine ausgegeben werden, ebenso wie auch Samstags keine Lieferung erfolgen kann.

Auch hier bestehen die krediteinschränkenden Bestimmungen, daß nicht mehr als $ 1000.— Kredit für eine Transaktion gewährt werden darf [75]).

Commodity Exchange, Inc.[76]).

Hide Contract.

New York, N. Y., 19

A. B. have this day bought/sold and agreed to receive from deliver to C. D.

40 000 pounds of Wet Salted Hides at the price of . . . . . cents per pound No. 1 „Packer" Light Native Cows, July, August or September take-off, with additions or deductions for other grades or qualities (including seasonal period of take-off) and for selection and special factors, and for weight and trim, in accordance with the Provisions of the By-Laws, Rules and Regulations of the Commodity Exchange, Inc., deliverable from licensed warehouse in . . . . . (point of delivery) between the first and last delivery days of . . . . . inclusive at the seller's option, upon notice to the buyer as provided by the By-Laws, Rules and Regulations of Commodity Exchange, Inc. Either party may call for a margin, as the variations of the market for like deliveries may warrant, which margin shall be kept good.

This contract is made in view of, and in all respects subject to the By-Laws, Rules, and Regulations of Commodity Exchange, Inc.

For and in consideration of one Dollar ($ 1.—) to the undersigned in hand paid, receipt whereof is hereby acknowledged, the undersigned accepts this contract with all its obligations and conditions.

---

[75]) [76]) Sämtliche Angaben sind den Statuten der Commodity Exchange of New York entnommen.

Commodity Exchange, Inc [77]).

Transferable Notice.

Hide Contract.

New York, N. Y., 19

M o'clock

To (H. Bros. & Co.):

Take notice that on . . . . . ., 19 . . . ., in accordance with the terms of our contract with you, we shall deliver to you about 40 000 pounds of Wet Salted Hides in good, sound, merchantable condition of the following grade, class and sub-class:

. . . . . .
taken off during the month or months of . . . . . .
at packer plant known as . . . . . .
located . . . . . .
at the Transferable Notice price of . . . . . cents per pound. Said hides will be delivered
CERTIFICATED (Certificate expires . . . . . .) from licensed warehouse in the City of . . . . . .
known as . . . . . located at . . . . . .

We pledged ourselves to deliver on the day specified for delivery, to the last holder hereof, documents as provided for in RULE 7 upon written notice of the holding of this notice given us by the last holder hereof before four o'clock p. m. on the day this notice is issued (except that the transferee who becomes the last acceptor of this notice after four o'clock p. m. on the last day for delivery in the current month must notify us before nine o'clock a. m. on the next business day). This Notice is to be delivered to us simultaneously with our delivery of the above-mentioned delivery documents to the holder hereof and our receipt of check in payment for said hides.

Signed (L. Bros.)

Each of the acceptors agrees that the last acceptor hereof will before four o'clock P. M. on the day this notice is issued, or as otherwise required, give written notice of the holding of the notice to the issuer hereof and on the delivery day specified herein receive from the issuer a warehouse receipt together with a certificate of grade or a validated notice of grade, as proved in the By-Laws, for about 40 000 pounds of hides, and pay the issuer hereof at the transferable notice price hereinbefore specified, settling with them on the basis of No. 1 „Packer" light Native Cows, — July, August, September take-off, — with additions or deductions for variation in grade, in accordance with the differentials prevailing on the day this notice is issued, with other debits and credits as provided for in the By-Laws an Rules of the Exchange. It is further agreed that each acceptor hereof shall continue his (or their) liability to each other for the fulfillment of the contract until this Notice shall have been returned to the issuer and the delivery documents required by the By-Laws and Rules shall have been received by the last acceptor hereof, at which time all responsibilities for intermediate parties shall cease.

Signed (H. Bros. & Co.)

---

[76]) Statuten der Commodity Etchange of New York.

d. Die Metallterminmärkte.

Außer den bereits dargestellten drei Warenterminmärkten gibt es an der Commodity Exchange, Inc. noch einen Markt für Metalle. Es werden hier Zinn, Kupfer und Silber terminmäßig gehandelt. Die Anfänge des Terminhandels in Metall reichen bis zum Jahr 1882 zurück. Damals bestanden zwei Börsen, die „New York Iron and Metall Exchange" und „Iron and Metall Limited". Der Handel an diesen Börsen vollzog sich jedoch noch nicht in den heute üblichen Formen. Zu Beginn des Jahres 1929 wurde in New York eine moderne Terminbörse für Zinn errichtet, die im Mai 1929 ihren Geschäftskreis auch auf das Kupfer ausdehnte. Ab 1932 wurde auch Silber an dieser Börse auf Termin gehandelt.

Die U.S.A. gehören zu den wichtigsten Produzenten dieser drei Metalle. Die Preisschwankungen auf diesen Märkten waren sehr erheblich. Durch Schaffung einer Terminbörse für diese Waren wollte man auch hier die Möglichkeit der Sicherungsarbitrage geben. Zu Beginn des Jahres 1933 zeigte sich auch hier eine beträchtliche Geschäftsbelebung, wie aus nachstehenden Ziffern hervorgeht:

	Zahl der gehandelten Kontrakte:			
1933	März	April	Mai	1.—15. Juni
Silber	1603	6053	5928	3290
Kupfer	25	263	382	208
Zinn	27	20	43	12

Die Vertragstexte für Zinn, Kupfer und Silber werden auf Seite 163 ff. wiedergegeben. Die Kontraktmenge beträgt für Zinn 5 Tonnen (11200 lbs.), für Kupfer 56000 lbs. und für Silber 25000 Unzen (troyounces).

Die Basisqualität des Zinnkontraktes ist:

Banka Zinn,
Straits Zinn,
Englisches raffiniertes Zinn,
Deutsches raffiniertes Zinn,
Belgisches raffiniertes Zinn,
Australisches raffiniertes Zinn,
Holländisches raffiniertes Zinn,
Billiton Zinn.

Die Kontraktqualität für Kupfer ist Rohkupfer von 99% Feingehalt (Rough or Blister Copper). Beim Silber is der Basisgrad Silberbarren von nicht weniger als $^{999}/_{1000}$ Feingehalt.

Neben dem Basisgrad können bei den drei Metallen gegen Terminkontrakt auch andere Qualitäten angedient werden.

1. Andienbare Grade beim Zinn:

English Common Tin,
German Common Tin,
Chinese Tin,
Dutch Common Tin.

In den Börsenstatuten sind sowohl für die Basisqualitäten als auch für die anderen andienbaren Qualitäten bestimmte Lieferfirmen aufgezählt:

2. Andienbare Grade für Kupfer:

a. Prämien-Grade :

	Zuschlag per lb. cents.
Prime Electrolytic Copper (except cathodes)	0,65
Prime Lake Copper, Assaying 99.90%	0,65
Prime Electrolytic Copper (Cathodes)	0,53
Casting and/or Refined Copper, Assaying 99.75% or better	0,38
Casting and/or Refined Copper, Assaying under 99.75% but not under 99.50%	0,33
Casting and/or Refined Copper, Assaying under 99.50% but not under 99.25%	0,22

b. Grade mit Abzügen :

Rough or Blister Copper

		%			%	
Assaying	under	99	but	not under	98	0,16
„	„	98	„	„ „	97	0,33
„	„	97	„	„ „	96	0,343
„	„	96.90	„	„ „	96.80	0,356
„	„	96.80	„	„ „	96.70	0,369
„	„	96.70	„	„ „	96.60	0,382
„	„	96.60	„	„ „	96.50	0,395
„	„	96.50	„	„ „	96.40	0,408
„	„	96.40	„	„ „	96.30	0,421
„	„	96.30	„	„ „	96.20	0,434
„	„	96.20	„	„ „	96.10	0,447
„	„	96.10	„	„ „	96	0,461
„	„	96	„	„ „	95.90	0,485
„	„	95.90	„	„ „	95.80	0,51
„	„	95.80	„	„ „	95.70	0,535
„	„	95.70	„	„ „	95.60	0,56
„	„	95.60	„	„ „	95.50	0,585
„	„	95.50	„	„ „	95.40	0,61

c. Grade mit Abschlägen:
Rough or Blister Copper

	%		%	Cents. per lb.
Assaying under	95.40	but not under	94.30	0,635
„ „	95.30	„ „ „	95.20	0,66
„ „	95.20	„ „ „	95.10	0,685
„ „	95.10	„ „ „	95	0,71
„ „	95	„ „ „	94.90	0,735
„ „	94.90	„ „ „	94.80	0,81
„ „	94.70	„ „ „	94.60	0,835
„ „	94.60	„ „ „	94.50	0,86
„ „	94.50	„ „ „	94.40	0,785
„ „	94.40	„ „ „	94.30	0,885
„ „	94.30	„ „ „	94.20	0,91
„ „	94.20	„ „ „	94.10	0,935
„ „	94.10	„ „ „	94	0,961

Kupfer mit weniger als 94% kann nicht angedient werden. Andienbare Grade beim Silber: Hier ist der einzig andienbare Grad die Kontraktqualität. Der Handel an der Metallbörse findet täglich zwischen 10.30 und 14.25, an Samstagen zwischen 10.30 und 11.45 statt. Bei Kupfer, Zinn und Silber wird der laufende und die 11 folgenden Monate gehandelt.

Die Preisnotierungen erfolgen für Kupfer und Zinn in cents und $^1/_{100}$ cent per lb., für Silber in cents und $^1/_{100}$ ct. per Unze. Die geringste an der Börse notierte Preisschwankung beträgt: für Kupfer $^1/_{100}$ ct. per Kontrakt, für Zinn $^5/_{100}$ ct., per Kontrakt $ 5.60, für Silber $^1/_{100}$ ct., per Kontrakt $ 2.50. Die Kommissionsgebühren betragen für Nichtmitglieder:

	aus U.S.A. und Canada per Kontrakt	Ausländer: per Kontrakt
1. Kupfer:	$ 20.—	$ 21.—
Bei effektiver Andienung oder Annahme ist eine weitere Gebühr zu zahlen von	$ 25.—	$ 25.—
2. Zinn: Bei einem Preis		
bis 49,99 cts.	$ 12.50	$ 13.50
bis 50—60 cts.	$ 15.—	$ 16.—
60.61 und mehr cts.	$ 18.—	$ 19.—
Bei effektiver Lieferung weitere Gebühr von	$ 25.—	$ 25.—
3. Silber: Bei einem Preis		
unter 40 cts.	$ 12.50	$ 13.75
unter 40—50 cts.	$ 15.—	$ 16.25
Bei effektiver Lieferung eine weitere Gebühr von	$ 25.—	$ 25.—

Bei einem Preis von:	Inländer:	Ausländer:
50—60 cts.	$ 17.50	$ 18.75 p. Kontr.
über 60 cts.	$ 20.—	$ 21.50 p. Kontr.

Für Börsenmitglieder kommt die Hälfte obiger Gebühren zur Berechnung.

Die effektive Erfüllung.

1.) Kupfer: Das Kupfer kann vom amtlichen Lagerhaus angedient werden. Dabei ist zu beachten, daß die Andienung zollfrei zu erfolgen hat. Frachtnachlaß bei cif-Lieferung ist nicht zulässig. Diese Spesen muß der Käufer tragen. Die Dokumente für Kupfer, das nicht in New York selbst lagert, sind dem Käufer in New York zur Verfügung zu stellen, bei Lieferung ist eine Abweichung von 2% von der Kontraktmenge zulässig.

2.) Zinn: Auch Zinn wird von amtlich zugelassenen Lagerhäusern aus angedient. Hier ist jedoch nur 1% der Kontraktmenge als Gewichtsabweichung zulässig.

3.) Silber: Aehnlich sind die Bestimmungen für die Lieferungen von Silber. Dieses ist aus amtlichem Lagerhaus oder aus den von der Börse zugelassenen Safes in Manhattan, N. Y. anzudienen. Die Gewichtsfranchise beträgt 2%. Es dürfen nur ganze Barren der handelsüblichen Größe angedient werden.

Samstags darf keine Andienung der Waren erfolgen. Auch hier kehren die Bestimmungen wieder, die die Kreditgewährung zur Aufrechterhaltung von Terminengagements einschränken bezw. verbieten[78]).

Die Verkaufssteuer ist, wie für alle anderen Warenterminverkäufe, auch hier 5 cts. per 100 $ des Kontraktwertes.

Die wirtschaftliche Entwicklung der Metallbörse wurde gehemmt durch die heute noch anhaltende Weltwirtschaftskrise. Daher ist es schwer zu sagen, welchen Umfang der Handel an diesen Terminmärkten in normalen Zeiten annehmen kann[79]). Zweifellos würde die Ausdehnung des Handels durch eine allgemein günstigere Wirtschaftslage erheblich gefördert.

---

[77]) Statuten der Commodity Exchange of New York.

[78]) Sämtliche Angaben aus den Satzungen der Commodity Exchange, Inc.

[79]) Reiter, Ivan, The Metall Exchange, The Annals of the American Academy, of Political and Social Science, May 1931, S. 132.

Commodity Exchange, Inc. [80]).

Tin Contract.

New York, ... , 19 . . .

A. B. have this day sold and agreed to deliver to . . . . . bought . . . . received from . . . . C. D. 5 tons of Tin (about 11200) at the price of . . . . . cents per pound, the seller having the option to deliver any one of the brands or markings on the official list of Commodity Exchange, Inc., deliverable on dock or from, licensed warehouse in the Port of New York, between the first and last delivery days of . . . . . inclusive, the delivery within such time to be at seller's option, upon notice to buyer, as provided by the By-Laws and Rules of Commodity Exchange, Inc.

Either party may call for a margin, as the variations of the market for like deliveries may warrant, which margin shall be kept good.

This contract is made in view of, and in all respects subject to the By-Laws, Rules and Regulations of Commodity Exchange, Inc.

For and in consideration of one Dollar ($ 1.—) to the undersigned in hand paid, receipt whereof is hereby acknowledged, the undersigned accepts this contract with all its obligations and conditions.

[80]) Statuten der Commodity Exchange of New York.

Commodity Exchange, Inc.[81])
Transferable Notice for Tin.

New York, ..., 19 . . .

0.00 o'clock.
To

Take notice that on . . . . . 19 . . . we shall deliver to you 5 tons (about 11200 pounds) of tin bearing the brand of and/or . . . . . description . . . . . from warehouse . . . . . on dock . . . . . , in accordance with the terms of our contract sale to you.

We pledge ourselves to deliver on the day specified for delivery, to the last holder hereof, a warehouse receipt (or delivery order) together with the weight returns of a weighmaster licensed by the Exchange, upon written notice of the holding of this notice, given to us by the last holder thereof before 4 o'clock p. m. on the day this notice is issued (except that the transferee who becomes the last acceptor of this notice after four o'clock p. m. on the last notice day for delivery in the current month must notify us before nine o'clock a. m. on the next business day.

This notice is to be returned to us simultaneously with our delivery of the above mentioned delivery documents to the holder hereof.

Signed (L. Bros.)

Conditions. Each of the acceptors agrees that the last acceptor hereof will give written notice of the holding of this notice to (L. Bros.) before 4 p. m. the day this notice is issued, or as otherwise required, and on the . . . . . day of . . . . . will receive from (L. Bros.) before 4 p. m. the day this notice is issued, or as otherwise required, and on the . . . . . day of . . . . . will receive from (L. Bros.) a warehouse receipt or delivery order together with the weight returns of a weighmaster licensed by the Exchange for 5 Tons of Tin and will pay them at the transferable notice price, i. e. . . . . cents per lb., therefore, with additions or deductions as provided for in Tin Rule 6, and with allowance for variation in brand, when a discount brand is delivered. It is further agreed that each acceptor will continue his (or their) liability to every other acceptor for the fulfillment of the contract until this notice shall be returned to (L. B.) and the delivery documents for Tin to be delivered, received by the last acceptor hereof from (L. Bors.) at which time all responsibilites of intermediate parties shall cease.

Signed (L. Bros. & Co.)

Form of Transfer
Time received

New York, ..., 19 . . .

11. 37 a. m.

Accepted by
(H. Bros.)

Transferred to
(G. & Co.)

Commodity Exchange, Inc.[81]).

American Standard Copper Contract.

New York, ..., 19 . . .

A. B. & Co. have this day sold and agreed to deliver to . . . . . Bought . . . . . receive from . . . . C. D. Fifty-six Thousand pounds (56000 lbs.) of Rough or Blister Copper assaying not less than 99.00% at a price of . . . . . cents per pound, with additions or deductions for other grades and other deductions, as provided in the By-Laws, Rules and Regulations of Commodity Exchange, Inc., deliverable from licensed warehouse between the first and last delivery days of . . . . . inclusive, the delivery within such time to be at seller's option upon notice to buyer as provided by the By-Laws and Rules of Commodity Exchange, Inc.

Either party may call for margin, as the variations of the market for like deliveries may warrant, which margin shall be kept good.

This contract is made in view of, and in all respects subject to the By-Laws, Rules and Regulations of Commodity Exchange, Inc.

For and in consideration of one Dollar ($ 1.—) to the undersigned in hand paid, receipt whereof is hereby acknowledged, the undersigned accepts this contract with all its obligations and conditions.

---

[81]) Statuten der Commodity Exchange of New York.

Transferable Notice for Copper[82]).

American Standard Contract.

New York, ..., 19. . .

0.00 o'clock.

To . . . . . .

Take notice that on . . . . . 19 . . . we shall deliver to you fifty-six thousand pounds (56000 lbs.) (two (2%) per cent. more or less) of Copper of the grade of . . . . . and bearing the brand of . . . . from licensed warehouse (name and number) . . . . . located at . . . . . at the transferable notice price of . . . . . cents per pound in accordance with the terms of our American Standard Contract sale to you.

We pledge ourselves to deliver on the day specified for delivery, to the last holder hereof, documents as provided in the By-Laws and Rules of the Exchange, upon written notice of the holding of his notice, given to us by the last acceptor hereof before four o'clock p. m. on the day this notice is issued (except that the transferee who becomes the last acceptor of this notice after four o'clock p. m. on the last notice day for delivery in the current month must notify us before nine o'clock a. m. on the next business day).

This notice is to be delivered to us simultaneously with our delivery of the documents referred to above, to the last acceptor hereof.

Signed (L. Bros.)

Conditions: Each of the acceptors hereto agrees that the last acceptor will, before four o'clock p. m. on the day this notice is issued, or as otherwise required, give written notice of the holding of this notice to the issuer hereof, and will on the day specified for delivery, receive from said issuer the documents as provided in the By-Laws and Rules, and make payment against them, all in accordance with the provisions of the By-Laws and Rules of Commodity Exchange, Inc.

It is further agreed that each acceptor hereto shall continue all his (or their) liability to each other for fulfillment of the Contract until all documents required by the By-Laws and Rules of the Exchange for the delivery of copper against American Standard Contract shall have been received by the last acceptor hereto from the issuer, and this notice shall have been returned to the issuer, at which time all responsibilities of intermediate parties shall cease.

Signed (L. Bros.)

Form of Transfer

New York, ..., 19. . .

Time received
11. 37 a. m.

Accepted by
(H. Bros. & Co.)

Transferred to
(G. & Co.)

[82]) Statuten der Commodity Exchange of New York.

Commodity Exchange, Inc.[83])

Silver Contract.

New York, ... , 19. . .

A. B. has this day bought/sold and agreed to deliver to receive from . . . . . D. C.

25000 ounces (2% more or less) of bar silver in usual commercial large bars assaying not less than 999 fineness and bearing one of the brand or markings listed upon the official list of the Exchange, at the price of . . . . . cents per ounce in accordance with the provisions of the By-Laws, Rules and Regulations of Commodity Exchange, Inc., deliverable from licensed or designated warehouse or vault in the Borough of Manhattan, City of New York, between the first and the last delivery days of . . . . . inclusive, the delivery within such time to be at seller's option. upon notice to buyer as provided in accordance with the By-Laws, Rules and Regulations of Commodity Exchange, Inc.

Either party may call for margin, as the variations of the market for like deliveries may warrant, which margin shall be kept good.

This contract is made in view of, and in all respects subject to the By-Laws, Rules and Regulations of Commodity Exchange, Inc.

For and in consideration of one Dollar ($ 1.—) to the undersigned in hand paid, receipt whereof is hereby acknowledged, the undersigned accepts this contract with all its obligations and conditions.

---

[83]) Statuten der Commodity Exchange of New York.

Transferable Notice for Silver[84]).

New York, ..., 19. . .

(0.00 o'clock).

To . . . . . .

Take notice that on . . . . . 19 . . . we shall deliver to you 25000 ounces (2% more or less) of bar silver assaying not less than 999 fineness, bearing the brand or marking of . . . . . from warehouse or vault . . . . . located at . . . . . at the transferable notice price of .. . . . . cents per ounce in accordance with the terms of our silver contract sale to you.

We pledge ourselves to deliver on the day specified for delivery to the last holder hereof, documents as provided in the By-Laws and Rules of the Exchange, upon written notice of the holding of this notice, given to us by the last acceptor hereof before four o'clock p. m. on the day this notice is issued, (except that the transferee who becomes the last acceptor of this notice after four o'clock p. m. on the last day of delivery for the current month must notify us before nine o'clock a. m. on the next business day).

This notice is delivered to us simultaneously with our delivery of the documents referred to above, to the last acceptor hereof.

Signed (L. Bros.)

Conditions: Each of the acceptor hereof agrees that the last acceptor hereof will, before four o'clock p. m. on the day this notice is issued, or as otherwise required, give written notice of the holding of this notice to the issuer hereof, and will on the day specified for delivery, receive from the said issuer the documents as provided in the By-Laws and Rules and make payment against them all in accordance with the provisions of the By-Laws and Rules of Commodity Exchange, Inc.

It is further agreed that each acceptor hereto shall continue all his (or their) liability to each other for the fulfillment of the contract until all documents required by the By-Laws and Rules of the Exchange for the delivery of silver against silver contract shall have been received by the last acceptor hereto from the issuer, and this notice shall have been returned to the issuer, at which time all responsabilities of intermediate parties shall cease.

Signed (H. Bros.)

---

[84]) Statuten der Commodity Exchange, Inc. of New York.

Die Vereinigung dieser 4 Warenterminbörsen erfolgte in einem Zeitpunkt, in dem, infolge der Dollarentwertung, das Interesse an Sachwerten besonders groß war.

Steigende Umsätze an der Commodity Exchange zeigen dies an:

	Zahl der gehandelten Kontrakte:			
1933	März	April	Mai	1. Juni—15. Juni
Silber	1603	6053	5928	3290
Kupfer	25	263	382	208
Zinn	27	20	43	12
Seide	1949	4135	2913	4358
Gummi	982	6993	9239	5546
Häute	316	932	1505	487

Der neueste Bericht über die Umsätze an der Commodity Exchange lautet wie folgt[85]):

Der in der Commodity Exchange Inc. zusammengefaßte New Yorker Metall-, Gummi-, Häute- und Seidenhandel verzeichnet in dem am 31. Oktober abgelaufenen Halbjahr nicht nur wert-, sondern auch mengenmäßig Rekordumsätze. Die in den sechs Monaten getätigten Kontrakte betrafen 573,5 Mill. Dollar. Die Zahl der Kautschuk-Terminabschlüsse erreichte 757 150. Allein im Juli wurden 263 090 tons Kautschuk gehandelt oder 96,8 Prozent der Gesamtmenge des Kalenderjahres 1932. Im gleichen Halbjahr wurden 837 Mill. Uz. Silber, verglichen mit 315 Mill. Unzen in 1932, gehandelt. Die in der Zeit von Mai bis Oktober getätigten Rohseide-Terminabschlüsse betrafen 238 500 Ballen; in der gleichen Zeit betrug die Weltproduktion etwa 350 000 Ballen. Die Häutetermingeschäfte betrafen in dem erwähnten Halbjahr 185,2 Mill. Pfund gegen 322,36 Pfund im Gesamtjahr 1932. Am Metallmarkt wurden in Kupfer die Rekordmenge von 63 600 t in der Zeit Mai—Oktober 1933 umgesetzt gegen 30 550 t im Kalenderjahr 1932.

Die Steigerung hängt eng zusammen mit der Entwertung der amerikanischen Währung.

6. Der Terminhandel in Baumwollsaatöl.

Ursprünglich gab es in U.S.A. drei Terminbörsen für Baumwollsaatöl. Am frühesten wurde der Terminhandel in Baumwollsaatöl an der New Yorker Produktenbörse aufgenommen (1904). Von 1917 bis 1927 wurde Baumwollsaatöl auch am Chicago Board of Trade auf Termin gehandelt. Dann wurde der Handel aber aufgegeben, weil sich kein genügend großes Geschäft entwickelt hatte. Seit 1925 besteht an der Baumwollbörse von New Orleans ein Terminmarkt für Baumwollsaatöl, der aber infolge der Enge des Marktes so gut wie keine Be-

[85]) „Die Lederindustrie", 76. Jahrg., Nr 276, Berlin, 18. Nov. 1933.

deutung hat. Der einzige große Terminmarkt für diese Ware ist an der „New York Produce Exchange".

Das ist aus nachstehender Tabelle ersichtlich [86]):

Terminverkäufe von Baumwollsaatöl an der New York Produce Exchange.

Jahr	Barrels	Jahr	Barrels
1904	220 000	1920	4 331 000
1906	1 425 000	1921	4 162 600
1909	2 203 500	1922	4 524 700
1914	3 060 700	1923	4 191 700
1916	4 477 400	1924	5 015 600
1917	7 067 500	1925	4 978 900
1918 u. ein Teil von			
1919	8 106 000	1926	3 260 100
1919 in folge Krieg kein Handel		1927	5 237 100
1919 Mai-Dez.	2 125 300	1928	4 604 900
		1929	2 630 900
		1930	1 604 650

Der Umsatz im Jahre 1932 betrug 30.516.000 lbs.[87]). Ursprünglich entfernte man den Samen von der Baumwollflocke und warf ihn als Abfall weg. Heute jedoch stellt der Baumwollsamen einen wichtigen Handelsartikel dar, nachdem man festgestellt hatte, daß er ungefähr 19% Oel enthält.

1000 kg Baumwollsamen ergeben:

825 lbs. Baumwollsamenmehl[88]),
330 lbs. Oel,
595 lbs. Hülsen,
130 lbs. Fasern,
100 lbs. Abfall

1980 lbs. oder ca. 1 Tonne.

Das Baumwollsaatmehl wird an Düngemittelfabriken abgegeben. Außerdem wird es zu Kunstfutter verarbeitet. Das Gleiche gilt von den Hülsen. Die Fasern werden als Füllung für Matratzen und zur Herstellung von Schießbaumwolle verwendet. Das wichtigste Abfallprodukt der Baumwollsaat ist jedoch das Oel, das nach Reinigung zu Margarine, Kunstfett, Salatöl und Seife verarbeitet wird.

---

[86]) Boyle, James, E., Cottonseed Oil Exchanges, The Annals of the American Academy of Political and Social Science, S. 170.
[87]) Lt. Mitteilg. von Pierce & Co., Sept. 1933.
[88]) Boyle, James, E., a. a. O., S. 167.

Wie schon erwähnt, ist der Terminmarkt für Baumwollsaatöl ein Teil der New Yorker Produktenbörse, an welcher noch andere Waren auf Termin gehandelt werden. Die Verwaltungseinrichtungen und die äußere Ausstattung der Börse ist die gleiche wie bei allen übrigen Warenterminbörsen, sodaß insoweit auf den allgemeinen Teil verwiesen werden kann. Handelsstunden sind täglich von 10.45 bis 2.15, an Samstagen von 10.45 bis 11.45. Der Handel erstreckt sich auf den laufenden und die 11 folgenden Monate[89]).

Die Form des Kontraktes unterscheidet sich nicht von derjenigen der anderen Warenterminbörsen.

Die Kontraktqualität ist bleichbares, gelbes Sommeröl, 1. Qualität. Es muß außerdem klar, frei von Wasser und sonstigen Verunreinigungen, von süßem Geschmack und Geruch sein und darf nicht mehr als $^1/_4$% freie Fettsäure enthalten. Wenn es vom „Bureau of Chemistry" gebleicht ist, darf die Farbe nicht dunkler sein als eine bestimmte, von der Börse festgesetzte Farbe. Als andienbar gilt allein die Kontraktqualität.

Seit 1930 ist die Kontraktmenge 60.000 lbs. im Tankwagen f. o. b. New York lieferbar[90]). Die Preise werden in cts. und $^1/_{100}$ ct. notiert. Die niedrigste an der Börse notierte Preisschwankung ist $^1/_{100}$ ct., dies bedeutet per Kontrakt einen Betrag von $ 6.—.

Der Markt an der Produce Exchange ist ausschließlich Terminmarkt. Die effektive Erfüllung der Kontrakte gehört zu den Seltenheiten. Die Regeln hierüber sind folgende: Der Andienungsschein kann nicht früher als am 1. Werktag des Liefermonates ausgestellt werden. Andererseits ist der letzte Termin für die Ankündigung der Andienung der fünfte Werktag vor Ablauf des Liefermonates. Der Lieferort muß in der „Transferable Notice" angegeben sein. Lieferorte, die von der Börse zugelassen sind, sind folgende: Memphis, Savannah, Bayonne, Edgewater, Portsmouth, Port Ivory, Dallas, Macon, Gretna.

Die Ware muß von einem Zertifikat des „Bureau of Chemistry" begleitet sein und ab amtlichem Lagerhaus angedient werden. Die Kommissionsgebühr für Nichtmitglieder beträgt für Kauf und Verkauf eines Kontraktes:

bei einem Preis von	per Kontrakt[91])
10 cts. oder weniger	$ 30.—
10.01 bis 13 cts.	$ 33.—
13.01 bis 16 cts.	$ 36.—
16.01 und mehr	$ 39.—

[89]) Pierce, Commodity Trading Guide, New York 1931, S. 201 ff.
[90]) Früher war die Kontraktmenge in Barrels angegeben, wie aus aus den Ziffern der Tabelle oben hervorgeht.
[91]) Pierce, a. a. O., S. 20—1.

Bei effektiver Lieferung oder Abnahme wird eine weitere Gebühr von $ 7.50 per Kontrakt erhoben. Wenn der Makler Kauf oder Verkauf finanziert, so ist er berechtigt, eine weitere Gebühr von $ 22.50 per Kontrakt zu berechnen. Hierin sind jedoch die Zinsen nicht eingerechnet.

Die Bundessteuer für Verkäufe ist auch hier von je $ 100.— Kontraktwert 5 cts.

Nachdem die Produktion von Kunstfetten usw. heute eine so große Bedeutung hat, ist der Terminmarkt für Baumwollsaatöl für die beteiligten Interessenten von großem Wert, sowohl als Preisbarometer, als auch als Vermittler der Sicherungsgeschäfte[92]).

7. Der Terminhandel für Kammzug.

(Wool Associates of the New York Cotton Exchange).

Es gab schon vor dem Kriege Terminbörsen in Kammzug, allerdings nicht in U.S.A., sondern in Europa: 1887 in Antwerpen und seit 1870 in Leipzig [93]).

Die Erfahrungen, die man mit diesen Börsen gemacht hatte, waren für eine Neugründung nicht sehr ermutigend. Dies rührt von der Art der Börsenware her. Der Kammzug ist ein Halbfabrikat, „ein Produkt der Kämmereien, in welchen die Wolle durch komplizierte Methoden endgültig geschieden wird in die zur Kammgarnproduktion nötigen langen Fasern und die in den Kämmen zurückbleibenden kürzeren, die sogenannten Kämmlinge, welche durch Streichen zum Verspinnen vorbereitet werden Die ausgesonderten langen Haare werden parallel geordnet und zu einem endlosen Bande zusammengedreht, einer Art Vorgarn, dem Kammzug“ [94]).

Infolge der Verschiedenartigkeit der Qualität, die die Fabriken auf den Markt brachten, fehlte es an der für einen Terminmarkt notwendigen Fungibilität der Ware. Im Jahre 1899 wurde die Börse in Leipzig verboten, während die Antwerpener Börse noch bis zum Kriege funktionierte. Nach dem Kriege wurde sie aber nicht mehr eröffnet.

Trotz dieser ungünstigen Erfahrungen mit den Terminbörsen für Kammzug wurde im Jahre 1931 im Gebäude der New Yorker Baumwollbörse eine Terminbörse für Kammzug eröffnet. Die Gründer verwiesen auf die außerordentlich großen Preisschwankungen, die an diesem Markt vorkommen und hofften, daß diese durch die Existenz einer Terminbörse gedämpft werden könnten. Zur Beurteilung der Wirksamkeit der Börse ist die Zeit noch zu kurz.

---

[92]) James, E., a. a. O., S. 168.
[93]) Student, E., Der Warenterminhandel an den internationalen Weltbörsen, Leipzig 1929, S. 181.
[94]) Student, E., a. a. O., S. 180.

Der Handel an der Terminbörse erstreckt sich auf den laufenden und die 11 folgenden Monate, in den Monaten Mai, Juni, Juli und August findet jedoch kein Handel statt. Die Handelsstunden an der Börse sind täglich von 10.30 bis 14.30, an Samstagen zwischen 10.30 und 11.30.

Die Kontrakteinheit beträgt 5.000 lbs. [95]). Kontraktqualität ist feiner amerikanischer Kammzug, hergestellt aus der Merino-Wolle, ölgekämmt, mit dem normalen Oelgehalt von 3%, einschließlich natürlichem Fett, hergestellt aus Wolle, die von amerikanischen Schafen stammt, mit einer Durchschnittslänge von 64 s. („size"). Die Wolle muß rein und nach den gebräuchlichen industriellen Methoden behandelt sein. Diese Qualität wird auch mit „Wool Top Exchange Standard" bezeichnet. Neben dem Basisgrad sind noch andere Qualitäten gegen Terminkontrakt andienbar. Die weiterhin andienbaren Kammzüge dürfen nicht mehr als 20% gerupfte Wolle enthalten. Im übrigen sind auch Kammzüge aus Wolle, die aus Australien, Südafrika, Argentinien und Uruguay, oder aber mit solcher Wolle vermischt sind, andienbar. Wolle, die mehr als 4% Oel einschließlich natürlichem Fett enthält, die beschmutzt ist oder mineralische Oele enthält, ist nicht andienbar. Wolle, die mit sogenannten Schlumberger Hecheln und französischen Hecheln gekämmt ist, darf gegen Terminkontrakt nicht angedient werden. Kammzüge, die in der Qualität 10% besser sind als Wool Top Exchange Standard, können angedient werden, der maximale Zuschlag hierfür beträgt jedoch nicht mehr als 10%. Wolle, die mehr als 8% unter dem Börsenstandard liegt, darf nicht angedient werden. Die Preise werden in cents und $^1/_{10}$ ct. per lb. notiert. Die geringste Preisänderung beträgt $^1/_{10}$ ct., dies entspricht dem Betrag von $ 5.— per Kontrakt.

Die Kommissionsgebühr beträgt für Nichtmitglieder, die in U.S.A. oder Canada wohnen, für Kauf- und Verkauf $ 15.— per Kontrakt, für andere Nichtmitglieder $ 16.25.

Bei effektiver Andienung bezw. Abnahme werden noch eine Reihe weiterer Gebühren erhoben. Die bei allen übrigen Terminbörsen erhobene Verkaufssteuer von 5 cents per $ 100.— Kontraktwert wird auch hier erhoben. Die Kreditgewährung zur Finanzierung der Börsengeschäfte ist hier gänzlich untersagt. Ueber die effektive Erfüllung, die wie gewöhnlich an den Warenterminbörsen zu den Seltenheiten gehört, ist noch folgendes zu sagen:

Bei Andienung ist eine Abweichung von 4% von der Kontraktmenge von 5.000 lbs. erlaubt. Die Andienung erfolgt vom amtlichen Lagerhaus in Boston oder auch von Plätzen, die vom Direktorenrat besonders bestimmt werden.

Die Kontraktmenge kann in höchstens zwei Losen angedient werden. Jedes Los darf nicht weniger als 2.000 lbs. betragen. Bei der Lieferung der Ware in zwei Losen muß der Verkäufer dem Käufer 1 ct. per lb. Abzug gewähren. Kammzüge, die mehr als 12 Monate vor

---

[95]) Kontrakttext S. 174.

Andienung fabriziert werden, sind mit einem Abzug von $2^1/_2{}^0/_0$ des Netto-Rechnungsbetrages und einem weiteren Abzug von je $2^1/_2{}^0/_0$ für je weitere 12 Monate zu zahlen. Zu den Lieferungsdokumenten gehören:

1. Lagerschein,
2. Gewichtszertifikat der Kämmerei,
3. Inspektionszertifikat der Börse über die Qualität.

Samstags kann keine Andienung stattfinden. Der Andienungsschein muß spätestens am fünften Tage vor der Andienung ausgestellt werden. Die Andienungsscheine sind übertragbar. Samstags dürfen jedoch keine ausgestellt werden [96]) [97]).

---

[96]) Pierce, Commodity Trading Guide, New York 1931, S. 38/39 ff.
[97]) How Wool Tops Futures are traded in the Exchange, Wool Associates of the New York Cotton Exchange, Inc.

Wool Associates of the New York Cotton Exchange, Inc.

Wool Top Contract.

New York, ... , 19. . .

A. B. have this day sold/bought and agreed to receive from/deliver to . . . . . C. D. 5000 pounds of wool tops at the price of . . . . . , dollars an . . . . . cents per pound for American fine Wool Top Exchange Standard, the seller having the option of delivering wool tops of other types or of inferior or superior quality at discounts and premiums, in accordance with the provisions of the By-Laws, Rules and Regulations of the Wool Associates of the New York Cotton Exchange, Inc., deliverable from licensed warehouse in . . . . . between the first and last delivery days of . . . . . inclusive, the delivery within such time to be at seller's option upon notice to buyer, as provided by the By-Laws, Rules and Regulations of the Wool Associates of the New York Cotton Exchange, Inc.

Either party may call for margin, as the variations of the market for like deliveries may warrant, which margin shall be kept good.

This contract is made in view of, and in all respects subject to the By-Laws, Rules and Regulations of the Wool Associates of the New York Cotton Exchange, Inc.

For and in consideration of one Dollar ($ 1.—) to the undersigned in hand paid, receipt whereof is hereby acknowledged, the undersigned accepts this contract with all its obligations and conditions.

Wool Associates of the New York Cotton Exchange, Inc.

Transferable Notice. Contract No. . . . . .

New York, ... , 19. . .

0.00 o'clock

To . . . . . .

Take notice that on . . . . . we shall deliver to you under our Contract No. . . . . 5000 pounds of wool tops, at . . . . . at . . . . . Warehouse . . . . . (City).

Upon written notice of the holding of this notice, given to us by the last holder before 4 o'clock P. M. on the next full business day following the day on which this notice is issued, we pledge ourselves to deliver to the last holder (a) within 24 hours thereafter — Exmaniation Order, Wool Top Certificate and Combers Weight Return (b) on the day specified for delivery — a Warehouse Receipt.

This notice is to be returned to us simultaneously with our delivery of he Warehouse Receipt herein mentioned. Signed (A. B.)

Conditions. Each of the acceptors agrees that the last acceptor hereof will before 4 o'clock p. m. on the . . . . . day of . . . . . give written notice of the holding of this notice to A. B. and receive from A. B. the above mentioned documents (as provided in Rule 8), for 5000 pounds of wool tops and pay them at the transferable notice prive, i. e. . . . . Dollars and . . . . . cents per pound therefor, with additions or deductions as provided for in Rule 8, settling with them on the basis of Wool Top Exchange Standard as established on the sixth business day prior to the date of delivery, with allowance for appreciation or depreciation and with other debits and credits as provided by the By-Laws and Rules of the Exchange. It is further agreed that each acceptor hereof shall continue his (or their) liability to each other for the fulfillment of the contract until this notice shall have been returned to A. B. and the delivery documents required by the By-Laws and Rules shall have been received by the last acceptor hereof from A. B. at which time all responsabilities of intermediate parties shall cease.

Signed (C. D.)

8. Der Schmalzterminmarkt am Chicago Board of Trade.

An dieser Börse wird Schweineschmalz auf Termin gehandelt. Die Fleischwerke Chicagos, die sogenannten Packers, sind die größten Schmalzproduzenten der U.S.A., und so liegt es nahe, daß man auch für diese Ware in Chicago einen Terminmarkt schuf.

Der Handel findet täglich zwischen 9.30 und 13.15, an Samstagen von 9.30 bis 12 Uhr satt. Aktive Monate des Handels sind:

Januar, März, Mai, Dezember.

Die Kontraktmenge ist 50.000 lbs. in 136 Fässern. Die Kontraktqualität ist Schmalz 1. Qualität, unter Dampf hergestellt. Schmalz, das besser als diese Qualität ist, kann ebenfalls angedient werden, jedoch wird kein Zuschlag dafür gewährt. Die Preisnotierung erfolgt in einem Vielfachen von $2^1/_2$ cts. per 100 lbs. Die geringste am Terminmarkt notierte Preisschwankung beträgt $2^1/_2$ cts., pro Kontrakt also $ 12.50.

Die Kommissionsgebühr ist für Kauf und Verkauf $ 20.—.

Die Verkaufssteuer wird, wie bei allen Terminverkäufen, mit 5 cts. per 100 $ erhoben.

Die Andienung erfolgt durch Uebergabe eines Lagerscheines eines amtlichen Lagerhauses. Die Gewichtsfranchise beträgt 5%.

Zum Schluß sollen noch die kleinen Warenterminmärkte der Chicago Mercantile Exchange erwähnt werden.

9. Der Butterterminmarkt an der Chicago Mercantile Exchange.

Da Chicago ein wichtiger Handelsplaz für Butter ist, wird hier an der „Mercantile Exchange" Butter auf Termin gehandelt. Die Kontraktmenge ist 19 200 lbs. in 300 Fässern. — Die Preise werden in $^1/_8$ ct. per lb. notiert.

Die Handelsstunden sind täglich von 9.30 bis 12 Uhr. Samstags schließt der Handel schon um 11 Uhr.

Der aktivste Handelsmonat ist November. Die Kommissionsgebühr beträgt $ 50.— pro Kontrakt.

10. Der Eierterminmarkt an der Chicago Mercantile Exchange.

Eier werden ebenfalls an der „Chicago Mercantile Exchange" terminmäßig gehandelt. Die Kontraktmenge ist eine Wagenladung von 12 000 Dutzend = 400 Kisten.

Die Preise werden in $^1/_8$ ct. per Dutzend notiert. Der aktivste Handelsmonat ist hier der Oktober.

Die Kommissionsgebühr pro Kontrakt beträgt $ 30.—. Bei Butter und Eier ist Kreditgewährung im Terminhandel ausdrücklich verboten.

Schluß:

Zusammenfassender Überblick über das Warenterminbörsenwesen der U. S. A. unter Berücksichtigung der gegenwärtigen Wirtschaftslage.

Die Fülle des Dargestellten rechtfertigt am Schluss der Arbeit einen kurzen zusammenfassenden Ueberblick. Es wurde gezeigt, wie das amerikanische Warenterminbörsenwesen sich allmählich entwickelt hat. Bei der verhältnismäßig kurzen Wirtschaftsgeschichte der U.S.A. reichen die Anfänge des Warenterminbörsenwesens nicht allzuweit zurück. Die ersten Anfänge finden sich in der Mitte des vorigen Jahrhunderts. Mit der Entwicklung der amerikanischen und der Weltwirtschaft entstanden daraus mächtige Organisationen, alles überragend das Chicago Board of Trade.

Nachdem sich diese Einrichtungen auf den wichtigsten Märkten der U.S.A., dem Getreide-, Baumwoll-, Kaffee- und Zuckermarkt bewährt hatten, wurde eine größere Anzahl von Börsen für die verschiedensten Rohwaren, wie Kautschuk, Rohseide, Häute, Metalle geschaffen.

Es ist zu beachten, daß die Warenterminbörsen Erscheinungen des von staatlichen Bindungen weitgehend befreiten Wirtschaftslebens sind. Sie haben in hohem Maße freie Konkurrenz zur Voraussetzung. Seit einigen Jahren zeigen sich aber infolge der Nachwirkungen des Weltkrieges überall Bestrebungen und Maßnahmen, die zum Ziele haben, das System der freien Konkurrenz durch das System der staatlich gebundenen Wirtschaft zu ersetzen. Dieser Prozeß ist in den Vereinigten Staaten gegenwärtig in vollem Gange. Diese Aenderung in der Wirtschaftsgesinnung und damit der staatlichen Wirtschaftspolitik mußte sich nach dem Gesagten auch auf die Warenterminbörsen auswirken.

Es herrscht heute auf den Warenmärkten für Waren, die terminmäßig gehandelt werden, keineswegs der Zustand, der mit „freier Konkurrenz" bezeichnet wird.

Die Getreide- und Baumwollpreise sollen in U.S.A. durch Anbaubeschränkungen gestützt werden, beim Kautschuk versucht man in den Produktionsländern das gleiche Mittel zur Hebung der Preise anzuwenden. Der Silberpreis soll durch Remonetisierungsbestrebungen gehoben werden. Die Versuche, den Anbau von Zuckerrohr einzuschränken, sind bis jetzt fehlgeschlagen. In Brasilien werden Monat für Monat ungeheure Mengen Kaffee vernichtet, um zu verhindern, daß die Preise weiter sinken.

Es gibt kaum ein Gebiet, in welches der Staat infolge der Wirtschaftskrise nicht hat eingreifen müssen bezw. eingegriffen hat. Zu allen diesen Revalorisierungsmaßnahmen, die bei jeder Ware von besonderen Gesichtspunkten ausgehen, treten nun noch die Maßnahmen der Regierung von der Geldseite her, die ebenfalls bezwecken, die Warenpreise zu heben.

An die Stelle der natürlichen Entwicklung des Preisgefüges, an die Stelle der Automatik des Konkurrenzsystems ist die staatliche Manipulierung der Preise getreten. Es wird „experimentiert". Und das ist es gerade, was die Warenterminbörsen in ihrer Funktion behindert. Die Maßnahmen, die am schärfsten neben allen andern den Markt und die Preise beeinflußt haben, sind diejenigen von der Geldseite. Sie führten in den U.S.A. von Anfang März bis Ende Juli 1933 zu einer stürmischen Aufwärtsbewegung aller Terminwarenpreise, die das Ausmaß der Dollarentwertung des gleichen Zeitraumes bei weitem übertraf [98]).

Die Preiskurve eines Jahres.

	Tiefstand Juli 1932	Höchststand Sept./Okt. 32	Tiefstand März 1932	Höchststand Juni 1933	Anfang Juli 1933	18. Juli 1933	20. Juli 1933	27. Juli 1933
Weizen Chicago	45 1/2	51 1/4	48 3/4	85 3/8	90 5/8	114 7/8	90	104 cts. per bushe
Schmalz Chicago	4.87 1/2	4.97 1/2	3.95	6.55	6.40	7.90	6.40	6.75 cts. per lb
Zucker New York	0.96	1.01	0.90	1.52	1.45	1.58	1.45 1/2	1.46 1/ cts. per lb
Kaffee New York	10.1/16	15.1/2	8.7/8	9.3/8	8.3/4	8.1/4	8.1/4	7 3/4 cts. per lb
Baumwolle New York	5.85	7.35	6.35	10.45	10.15	11.75	10.55	10.90 cts. per lb. [99])

Bis zu diesem Tage hat die durch Furcht vor weiterer Währungsentwertung bewirkte Flucht in die Sachwerte ein dauerndes Steigen der Warenpreise bewirkt. Nun trat aber umgekehrt eine panikartige Flucht aus der Ware an die Stelle der vorherigen Haussestimmung. Die Preise erlitten einen erheblichen Rückschlag.

[98]) Siehe untenstehende Tabelle.
[99]) Aus Frankfurter Zeitung. Anfang Juli 1933.

Zurückzuführen waren diese Rückschläge auf die Erkenntnis, daß die Entwicklung bisher nicht von einem erhöhten Verbrauch getragen war, sondern in der Hauptsache von einem Spekulationsfieber, das durch die Währungsmaßnahmen der amerikanischen Regierung entfacht worden war. Da gleichzeitig auch bekannt wurde, daß die Regierung gegen die von ihr selbst angeregte Spekulation vorzugehen beabsichtige, wurde die Flucht aus dem Markte allgemein.

Seitdem wurden die Höchstnotierungen des 19. Juli nicht mehr erreicht.

Die Darstellung dieses Zusammenbruchs zeigt, daß die besondere Sensibilität der Warenterminbörsen dazu führt, die Folgen staatlicher Eingriffe in das Wirtschaftsleben zu verstärken. Das was sonst als ein Vorteil betrachtet werden kann, nämlich die Diskontierung einer künftigen natürlichen Entwicklung, wirkt sich hier als Nachteil aus, da diese Art der Diskontierung die Mängel des Staatseingriffes in verschärftem Maße deutlich macht. Die Folgen solcher staatlichen Maßnahmen hat A. R. March in „The American Year Book, Record of 1932" (New York 1933) sehr treffend zusammengefaßt:

„Infolge der Schwere der wirtschaftlichen Depression im Jahre 1932 war die Agitation für Preisregulierung und Kontrolle an den großen Terminmärkten für Getreide, Baumwolle und andere Rohstoffe von geringer Wirksamkeit. Es stimmt, daß die außerordentlich niedrigen Preise der wichtigsten Rohstoffe, die an den Terminbörsen gehandelt werden, die scharfe Kritik gegen diese Organisation herausgefordert und sie für die Katastrophe der Preisentwicklung verantwortlich gemacht hat. In Wirklichkeit kann aber der weltweite Zusammenbruch der Warenpreise nicht allein auf das spekulative Treiben oder die Manipulierung an der relativ geringen Anzahl von Terminmärkten zurückzuführen sein. Dies wird bestätigt durch die Tatsache, daß während der letzten zwei Jahre gerade an den Terminmärkten für Getreide, Baumwolle und andere Terminwaren die Zahl der spekulativen Geschäftsabschlüsse ganz erheblich zurückgegangen ist. Deshalb kann nicht behauptet werden, daß die gegenwärtigen finanziellen Schwierigkeiten der amerikanischen Rohstoffproduzenten von der Tätigkeit einer rücksichtslosen und selbstsüchtigen Spekulation an den Warenterminbörsen herrühren. Die unausgesetzten Angriffe gegen die Warenterminbörsen wegen ihrer (angeblich) schädlichen Wirkung, hervorgerufen durch die Berufsspekulation, hatten Regierungsmaßnahmen zur Stützung der Preise zur Folge. Die eingetretene Verödung der Märkte läßt aber nunmehr die Frage auftauchen, ob nicht hierdurch der Zusammenbruch des Verteilungssystems landwirtschaftlicher Erzeugnisse, das in einem dreiviertel Jahrhundert aufgebaut wurde, herbeigeführt wird".

Die ökonomische und theoretische Voraussetzung dieses Systems ist der Ausgleich von Angebot und Nachfrage auf einer natürlichen Preisbasis, durch einen regen Handel von Terminkontrakten. Dabei ist die Mitwirkung der Spekulation äußerst wichtig, da sie das Risiko der zukünftigen Preisentwicklung übernimmt und damit die Möglichkeit der Sicherungsarbitrage schafft. So wälzt z. B. im Baumwoll-

handel der Käufer effektiver Baumwolle durch gleichzeitigen Abschluß eines Terminkontraktes das Konjunkturrisiko auf seinen Vertragsgegner ab. Ein Fehlen der Spekulation hat also gerade hier die schwerwiegendsten Folgen. Sollte dies zu einem Dauerzustand werden, so würde es das ganze Handelssystem für Baumwolle zerstören. Dieselben Erscheinungen haben sich nicht nur im Baumwollhandel, sondern auch bei der Verteilung von Weizen und anderen Getreidearten sowie ihrer Produkte gezeigt. Die Einmischung der Regierung durch das „Federal Farm Board" und eine schlecht beratene Ueberwachung der Warenterminmärkte hat das Interesse an diesen Märkten erlahmen und die Eingehung spekulativer Transaktionen gefährlich werden lassen[100]).

Umsätze an wichtigen Terminmärkten.

Börse	Ware	Menge	Ware	Menge 1932
Chicago Board of Trade	Weizen, Mais, Hafer, Roggen 1929	19,042,047 bu.	Weizen, Mais	9,575,000 bu.
New York Coffee and Sugar Exchange	Kaffee (D. Kontrakt) 1928—30 3 Jahre 20,932,000 Säcke Im Durchschnitt pro Jahr	7,000,000 Säcke	Kaffee „A" und „D"	4,231,500 Säcke
	Rohzucker 1924—30 7 Jahre 82,651,200 Ton. im Durchschnitt pro Jahr	11,800,000 To.	Zucker	5,520,000 Ton.
New York Cocoa Exchange	Kakao 1929	47,208 Kontrakte	Kakao	37,798 Kontrakte

Baumwollsaatöl

1927	5,237,100 lbs.
1928	4,604,900 lbs.
1929	2,630,900 lbs.
1930	1,604,650 lbs.

[100]) Wie stark mengenmäßig die Umsätze an den Warenterminbörsen in den letzten Jahren zurückgegangen sind, zeigen die in obiger Tabelle angegebenen Ziffern. Dazu ist zu bemerken, daß es nicht ganz einfach ist, vergleichbare Ziffern zu erhalten. Deshalb mußten bei diesem Vergleich zum Teil Ziffern genommen werden, aus denen der Rückgang nur indirekt geschlossen werden kann. Zu diesem mengenmäßigen Rückgang tritt nun noch der Preisverfall, der zum Teil 50 % und mehr beträgt. Insofern sind die Umsätze wertmäßig betrachtet noch stärker gesunken als mengenmäßig.

Die Folge davon ist eine allgemeine Zurückhaltung.

Der Wegfall dieser Art Termingeschäfte wird aber den Warenterminbörsen ihre Existenzberechtigung nehmen.

In ähnlicher Weise wurde die gegenwärtige Lage in der Frankfurter Zeitung vom 10. 9. 1933 gekennzeichnet:

„Der Regulator, der in der Spekulation liegt, fehlt, seitdem mit der Spekulation schlechthin auch die gesunde Spekulation allenthalben ausgeschaltet ist durch Devisenmaßnahmen, Kontingentierungen, Begrenzung der Preisschwankungen und andere Bestimmungen, die es sowohl dem Verarbeiter unmöglich machen, Risiken auszugleichen, wie sie die Tätigkeit der Arbitrage und der Spekulation unterbinden, die eine ‚volkswirtschaftlich nützliche Funktion' zu erfüllen hat, als ‚Auffangvorrichtung', die ‚indem sie aus den zukünftigen Preisbewegungen Gewinn zu ziehen sucht, den Produzenten und den Bedarfshändlern Risiken abnimmt, und ihnen auf diese Weise den nötigen Spielraum für die Erfüllung ihrer unspekulativen Aufgaben verschafft'. (Hdw. d. Staatswissenschaft, 4. Aufl.). Freilich zeigt das Beispiel der Marktfürsorge für die deutsche Landwirtschaft, daß der Staat an die Stelle privater Spekulation trat und so dem Markt das Odium, das unberechtigter Weise an das Wort Spekulation geheftet ist, für geraume Zeit gewissermaßen durch Selbsteintritt nehmen kann, aber auf dem weit größeren Raum der amerikanischen Warenbörsen und -märkte lassen sich die Verhältnisse nicht so leicht meistern. Hier hat das Fehlen der ‚volkswirtschaftlich nützlichen Spekulation' zur Leblosigkeit geführt, die ihrerseits die Tendenz zum Absinkenlassen der Preise fördert, ungeachtet des Millionenaufwandes für Stützungszwecke".

Die weitere Darstellung des Warenterminbörsenwesens vollzog sich in der Weise, daß zunächst die äußeren Einrichtungen dieser Institutionen, wie Börsengebäude, Börsensäle mit ihren Ausstattungen, die an der Börse auftretenden Personen, ihre Absichten und ihre Methoden besprochen wurden.

Es folgte der innere Aufbau der Organisationen, die Technik der Geschäfte und zuletzt die Einordnung der Warenterminbörsen in die Wirtschaft der Vereinigten Staaten.

Als Ergebnis des im allgemeinen Teil dargestellten soll hier nochmals festgestellt werden, daß es nicht angeht, die Warenterminbörsen als Tummelplätze der Spielleidenschaft der Groß- und Kleinkapitalisten zu kennzeichnen, daß sie vielmehr durch Einschaltung einer volkswirtschaftlich wertvollen Spekulation und die Ermöglichung der Sicherungsarbitrage im Warengeschäft einen wichtigen Faktor des Wirtschaftslebens darstellen, insbesondere nachdem die Auswüchse der Spekulation erfolgreich bekämpft und eingedämmt werden konnten.

Wie weit sie in Zukunft unter einer veränderten Wirtschaftspolitik ihren Zweck erfüllen können, oder ob ihnen in der weiteren Entwicklung neue Wirkungsmöglichkeiten entstehen, muß abgewartet werden.

In dem speziellen Teil wurden soviel wie möglich Einzelheiten über die betreffenden Warenterminbörsen zusammengetragen. Aus diesen Ausführungen geht hervor, wie weit das gesamte amerikanische Warenterminbörsenwesen vereinheitlicht ist. Die Unterschiede beruhen allein auf den Verschiedenheiten der gehandelten Waren. An den Umsatzziffern ist deutlich zu erkennen, daß den wenigen großen Börsen eine Vielzahl kleinerer und kleinster, wie z. B. die Butter- und Eierbörse am Chicago Broad of Trade gegenüberstehen, deren Bedeutung naturgemäß verschwindend gering ist.

Ueber die Auswirkung der Weltwirtschaftskrise auf die Warenterminbörsen wurde schon oben gesprochen. Die Notmaßnahmen, die zur Behebung der Krise getroffen werden, bedrohen ihre Existenz. Wenn nun im Laufe der Zeit die Krisenwirkungen überwunden werden können, dann wird auch das Warenterminbörsenwesen in U.S.A. eine erfolgreiche Weiterentwicklung erfahren.

Anhang.

The Grain Futures Act: (Public — No. 331—67th Congress) H. R. 11843. An Act for the prevention and removal of obstructions and burdens upon interstate commerce in grain, by regulating transactions on grain futures exchanges, and for other purposes. Be it enacted by the Senate and House of Representatives of the United States of America in Congress assembled. This Act shall be known by the short title of „The Grain Futures Act".

Sec. 2 (a). For the purposes of this Act „contract of sale" shall be held to include sales, agreements of sale, and agreements to sell. The word „person" shall be constructed to import the plural or singular, and shall include individuals, associations, partnerships, corporations and trusts. The word „grain" shall be construed to mean wheat, corn, oats, barley, rye flax and sorghum. The term „future delivery", as used herein, shall not include any sale of cash grain for deferred shipment or delivery. The words „board of trade" shall be held to include and mean any exchange or association, whether incorporated or unincorporated, or persons who shall be engaged in the business of buying or selling grain or receiving the same for sale on consignment. The act, ommission, or failure, of any official agent or other person acting for any individual, association, partnership, corporation or trust within the scope of his employment or office shall be deemed that act, ommission or failure of such individual, association, partnership, corporation or trust, as well as such official, agent or other person. The words „interstate commerce" shall be construed to mean commerce between any State, Territory, or possession, or the District of Columbia, and any place outside thereof, or between points within the same State, Territory or possession or the District of Columbia, but trought any place outside thereof, or within any Territory or possession, or the District of Columbia.

(b). For the purposes of this act (but not in any wise limiting the foregoing definition of interstate commerce) a transaction in respect to any article is part of that current of commerce usual in the grain trade whereby grain and grain products and by-products thereof are sent from one State with expectation that they will end there, transit, after purchase, in another, including, in addition to the cases within the above general description, all cases where purchase or sale is either for shipment to another State, or for manufacture within the State and the shipment outside the State of the products resulting from such manufacture. Articles normally in such current of commerce shall not be considered out of such commerce through resort being had to any

means or device intended to remove transactions in respect thereto from the provisions of this act. For the purpose of this paragraph, the word „State" includes Territory, the District of Columbia, possession of the United States, and foreign nation.

Sec. 3. Transactions in grain involving the sale thereof for future delivery as commonly conducted on boards of trade and known as „futures" are affected with a national public interest, that such transactions are carried on in large volume by the public generally and by persons engaged in the business of buying and selling grain and the products and by-products thereof in interstate commerce, that the prices involved in such transactions are generally quoted and disseminated throughout the United States and in foreign countries as a basis for determining the prices to the producer and the consumer of grain and the products and by-products thereof and to facilitate the movements thereof in interstate commerce, that such transactions are utilized by shippers, dealers, millers, and others engaged in handling grain and the products and by-products thereof in interstate commerce as a means of hedging themselves against possible loss through fluctuations in price; that the transactions and prices of grain on such boards of trade are susceptible to speculation, manipulation, and control, and sudden or unreasonable fluctuations in the prices thereof frequently occur as a result of such speculation, manipulation, or control, which are detrimental to the producer or the consumer and the persons handling grain and products and by-products thereof in interstate commerce, and that such fluctuations in prices are an obstruction to and a burden upon interstate commerce in grain and the products and by-products thereof and render regulation imperative for the protection of such commerce and the national public interest therein.

Sect. 4. It shall be unlawful for any person to deliver for transmission trough the mails or in interstate commerce by telegraph, telephone, wireless or other means of communication any offer to make or execute, or any confirmation of the execution of or any quotation or report of the price of, any contract of sale of grain for future delivery on or subject to the rules of any board of trade in the United States, or for any person to make or execute such contract of sale, which is or may be used for (a) hedging any transaction in interstate commerce in grain or the products or by-products thereof, or (b) determining the price basis of any such transaction in interstate commerce, or (c) delivering grain sold, shipped, or received in interstate commerce for the fulfillment thereof, except — (a) Where the seller is at the time of the making of such contract the owner of the actual physical property covered thereby, or is the grower thereof, or in case either party to the contract is the owner or renter of land on which the name is to be grown, or is an association of such owners, or growers of grain, or of such owners or renters of land; or (b) Where such contract is made by or trough a member of a board of trade which has been designated by the Secretary of Agriculture as a „contract market", as hereinafter provided. and if such contract is evidenced by a record in writing which

shows the date, the parties to such contract and their addresses, the property covered and its price, and the terms of delivery: Provided, that each board member shall keep such record for a period of three years from the date thereof, or for a longer period if the Secretary of Agriculture shall so direct which record shall at all times be open to the inspection of any representative of the United States Department of Agriculture or the United States Department of Justice.

Sec. 5. The Secretary of Agriculture is hereby authorized and directed to designate any board of trade as a „contract market" when, and only when, such board of trade complies with and carries out the following conditions and requirements:

(a) When located at a terminal market where cash grain of the kind specified in the contracts of sale of grain for future delivery to be executed on such board is sold in sufficient volumes and under such conditions as fairly to reflect the general value of the grain and the differences in value between the various grades of such grain, and where there is available to such board of trade official inspection service approved by the Secretary of Agriculture for the purpose.

(b) When the governing board thereof provides for the making and filing by the board or any member thereof, as the Secretary of Agriculture may direct, of reports in accordance with the rules and regulations, and in such manner and form and at such times as may be prescribed by the Secretary of Agriculture, showing the details and terms of all transactions entered into by the board, or the members thereof, either in cash transactions consummated at, on, or in a board of trade, or transactions for future delivery, and when such governing board provides, in accordance with such rules and regulations, for the keeping of a record by the board or the members of the board of trade, as the Secretary of Agriculture may direct, showing the details and terms of all cash and future transactions entered into by them, consummated at, on, or in a board of trade, such record to be in permanent form, showing the parties to all such transactions, including the persons for whom made, any assignments or transfer thereof, with the parties thereto, and the manner in which said transactions are fulfilled, discharged, or terminated. Such record shall be required to be kept for a period of three years from the date thereof, or for a longer period if the Secretary of Agriculture shall so direct, and shall at all times be open to the inspection of any representative of the United States Department of Agriculture or United States Department of Justice.

(c) When the governing board thereof provides for the prevention of dissemination by the board or any member thereof, of false or misleading or knowingly inaccurate reports concerning crop or market information or conditions that affect or tend to affect the price of grain in interstate commerce.

(d) When the governing board thereof provides for the prevention of manipulation of prices or the cornering of any grain by the dealers or operators upon such board.

(e) When the governing board thereof does not exclude from membership in, and all privileges on such board of trade, any duly authorized representative of any lawfully formed and conducted corperative association of Producers having adequate financial responsibility which is engaged in cash grain business if such association has complied, and agrees to comply, with such terms and conditions as are or may be imposed lawfully on other members of such board: Provided, that no rule of a contract market shall forbid or be construed to forbid the return on a patronage basis by such cooperative association to its bona fide members of moneys collected in excess of the expense of conducting the business of such association.

(f) When the governing board provides for making effective the final orders or decisions entered pursuant to the provisions of paragraph (b) of section 6 of this Act.

Sec. 6. Any board of trade desiring to be designated a „contract market" shall make application to the Secretary of Agriculture for such designation and accompany the same with a showing that it complies with the above conditions, and with a sufficient assurance that it will continue to comply be above requirements.

(a) A commission composed of the Secretary of Agriculture, the Secretary of Commerce, and the Attorney General is authorized to suspend for a period not to exceed six months or to revoke the designation of a board of trade as a „contract market" upon a showing that such board of trade has failed or is failing to comply with any of the above requirements or is not enforcing its rules of government made a condition of its designation as set forth in section 5. Such suspension or revocation shall only be after a notice to the officers of the board of trade affected and upon a hearing: Provided, that such suspension or revocation shall be final and conclusive unless within fifteen days after such suspension or revocation by the said commission such board of trade appeals to the circuit court of appeals for the circuit in which it has its principal place of business by filing with the clerk of such court a written petition praying that the order of the said commission be set aside or modified in the manner stated in the petition, together with a bond in such sum as the court may determine, conditioned that such board of trade will pay the costs of the proceedings if the courts so direct. The clerk of the court in which such a petition is filed shall immediately cause a copy thereof to be delivered to the Secretary of Agriculture, chairman of said commission, or any member thereof, and the said commission shall forthwith prepare, certify, and file in the court a full and accurate transcript of the record in such proceedings, including the notice to the board of trade a copy of the charges, the evidence, and the report and order, The testimony and evidence taken or submitted before the said commission duly certified and filed as aforesaid as a part of the record shall be considered by the court as the evidence in the case. The proceedings in such cases in the circuit court of appeals shall be made a preferred cause and shall be expedited

in every way. Such a court may affirm or set aside the order of the said commission shall be modified or set aside by the circuit court of appeals unless it is shown by the board of trade that the order is unsupported by the weight of the evidence or was issued without due notice and a reasonable opportunity having been afforded to such board of trade for a hearing, or infringes the Constitution of the United States, or is beyond the jurisdiction of said commission: Provided further, that if the Secretary of Agriculture shall refuse to designate as a contract market any board of trade that has made application therefore, then such board of trade may appeal from such refusal to the commission described therein, consisting of the Secretary of Agriculture, the Secretary of Commerce, and the Attorney General of the United States, with the right to appeal as provided for in other cases in this section, the decision on such appeal to be final and binding on all parties interested.

(b) If the Secretary of Agriculture has reason to believe that any person is violating any of the provisions of this Act, or is attempting to manipulate the market price of any grain in violation of the provisions of section 5 hereof, or of any of the rules or regulations made pursuant to its requirements, he may serve upon such person a complaint stating his charge in that respect to which complaint shall be attached or contained therein a notice of hearing, specifying a day and place not less than three days after the service thereof, requiring such person to show cause why an order should not be made directing that all contract markets until further notice of the said commission refuse all trading privileges thereon to such person. Said hearing may be held in Washington, District of Columbia, or elsewhere, before the said commission, or before a referee designated by the Secretary of Agriculture, who shall cause all evidence to be reducted to writing and forthwith transmit the same to the Secretary of Agriculture as chairman of the said commission. That for the purpose of securing effective enforcement of the provisions of this Act the provisions, including penalties, of section 12 of the Interstate Commerce Act, as amended, relating to the attendance and testimony of witnesses, the production of documentary evidence, and the immunity of witnesses, are made applicable to the power, jurisdiction, and authority of the Secretary of Agriculture, the said commission, or said referee in proceedings under this Act, and to persons subject to its provisions. Upon evidence received the said commission may require all contract markets to refuse such person all trading privileges thereon for such period as may be specified in said order. Notice of such order shall be sent forthwith by registered mail or delivered to the offending person and to the governing boards of said contract markets. After the issuance of the order by the commission, as aforesaid, the person against whom it is issued may obtain a review of such order or such other equitable relief as to the court may seem just by filing in the United States circuit court of appeals of the circuit in which the petitioner is doing business a written petition praying that the order of the commission be set aside. A copy of such petition shall be forthwith served upon the commission by

delivering such copy to its chairman or to any member thereof, and there-upon the commission shall fortwith certify and file in the court a transcript of the record theretofore made, including evidence received. Upon the filing of the transcript the court shall have jurisdiction to affirm, to set aside, or modify the order of the commission, and the findings of the commission as to the facts, if supported by the weight of evidence, shall in like manner be conclusive. In proceedings under paragraph (a) and (b) the judgment and decree of the court shall be final, except that the same shall be subject to review by the Supreme court upon certiorari, as provided in section 240 of the Judicial Code.

Sec. 7. Any board of trade that has been designated a contract market in the manner herin provided may have such designation vacated and set aside by giving notice in writing to the Secretary of Agriculture requesting that its designation as a contract market be vacated, which notice shall be served at least ninety days prior to the date, named there in as the date when the vacation of designation shall take effect. Upon receipt of such notice the Secretary of Agriculture shall forthwith order the vacation of the designation of such board of trade as a contract-market, effektive upon the day named in the notice, and shall forthwith send a copy of the notice and his order to all other contract-markets. From and after the date upon which the vacation became effective the said board of trade can thereafter be designated again a contract-market by making application to the Secretary of Agriculture in the manner herein provided for an original application.

Sec. 8. For the efficient execution of the provisions of this act, and in order to provide information for the use of Congress, the Secretary of Agriculture may make such investigations as he may deem necessary to ascertain the facts regarding the operations of the Board of trade, whether prior or subsequent to the enactment of this Act and may publish from time to time in his discretion, the result of such investigation and such statistical information gathered therefrom as he may deem to the public of interest, accept data and information which would separately disclose the business transaction of any person and trade secrets or names of customers: Provided, That nothing in this section construed to prohibit the Secretary of Agriculture from making or issuing such reports as he may deem necessary relative to the conduct of any board of trade or the transactions of any person found guilty of violating the provisions of this Act under the proceedings prescribed in section 6 of this Act: Provided further, that the Secretary of Agriculture in any report may include the facts as to any actuell transaction. The Secretary of Agriculture, upon his own initiative or in cooperation with existing governmental agencies shall investigate marketing conditions of grain and grain-products and by products, including supplying demand for the commodities, cost to the consumer, and handling and transportation charges. He shall likewise compile and furnish to producers, consumers and distributers, by means of regular or special reports, or by such methods as he may deem most affective, information

respecting the grain-markets, together with information on supply, demand prices and other conditions, in this and other countries that affect the markets.

Sect. 9. Any person who shall violate the provisions of Sec. 4 of this Actor who shall fail to evidence any contract mentioned in that section by record in writing as therein required, or who shall knowingly or carelessly deliver for transmission through the mails or in interstate commerce by telegraph, telephone, wire-less or other means of communication false or misleading or knowingly inaccurate reports concerning crop or market information or conditions that affect or tend to affect the price of grain in interstate commerce shall be deemed guilty of misdemeanour and, upon conviction thereof, be fined not more than 10.000 $ or imprisoned for not more than one year, or both, together with the cost of prosecution.

Sec. 10. No fine or imprisonment shall be imposed for any violation of this Act occuring before the last day of the second month following its passage.

Sec. 12. The Secr. of Agriculture may cooperate with any department or agency of the Government, any State, Territory, District, or possession of Department, agency, or political subdivision thereof or any person, and shall have the power to appoint, remove, and fix the compensation of such officers and employees, not in conflict with existing law and make such expenditures for rent outside the District of Columbia, printing, telegrams, telephones, law-books, books of reference, periodicals, furniture stationary, office equipment, travel and other supplies and expenses as shall be necessary to the administration of this Act in the District of Columbia and elsewhere and there are hereby authorized to be approbiated out of any moneyd in the treasury not otherwise approbriated such sums as may be necessary for such purposes.

Approved September 21st, 1922.

First 12 Sections of the United States Cotton Futures Act.

(Approved August 11, 1916, as amended March 4, 1919 U. S. C., Title 26 Secs. 731—752, May 31st 1920, 41 Stat. 725, and February 27, 1927 U. S. C. Supp. IV. Title 26, Sec. 736).

That this act shall be known by the short title of the „United States cotton futures act".

Sec. 2, That, for the purposes of this act, the term, „contract of sale" shall be held to inclued sales, agreements of sales, and agreements to sell. That the word „person", were ever used in this act, shall be constructed import the plural or singular as the case demands, and shall include individuals, associations, partnerships, and corporations. When construing and enforcing the provisions of this act, the act, ommission, or failure of any official, agent, or other person, affecting for or

employed by any association, partnership or corporation within the scope of employment or office, shall in every case also be deemed the act ommission, or failure of such association, partnership, or corporation as well as that of the person.

Sec. 3. That upon each contract of sale of cotton for future delivery mentioned in Sec. 3 of this act, shall be in writing plainly stating, or evidenced by written memorandum showing, the terms of such contract, including the quantity of the cotton involved and the names and addresses of the seller and buyer in such contract, and shall be signed by the party to be charged, or by his agent in his behalf. If the contract or memorandum specify in bales the quantity of the cotton involved without giving the weight, each bale shall for the purpose of this act, be deemed to weight 500 lbs.

Sec. 5. That no tax shall be levied under this act on any contract of sale mentioned in Sec. 3 hereof if the contract comply each of the following conditions:

1. Conform to the requirements of Sec. 4 of, and the Rules and Regulations made pursuant to, this act.

2. Specify the basis grade for the cotton involved in the contract, which shall be one of the grades for which standard are established by the Secretary of Agriculture, except grades prohibited from being delivered on a contract made under this Sec. by the 5th Subdivision of this Sec., the price per pound at which the cotton of such basis grade is contracted to be bought or sold, the date when purchase or sale was made, and the month, or months in which the contract is to be fulfilled or settled: Provided that middling shall be deemed the basis grade incorporated into the contract, if no other basisgrade be specified either in the contract or in the memorandum evidencing the same.

3. Provided that the cotton dealt with therein or delivered thereunder shall be of or within the grades for which standardsare established by the Secretary of Agriculture except grades prohibited from being delivered on a contract made under the section by the 5 th subdivision of this section and no other grade or grades.

4. Provide that in case cotton of grade other than the basis grade tendered or delivered in settlement of such contracts, the differences above or below the contract price which the receiver shall pay for such grades other than the basis grade shall be the actual commercial differences, determined as hereinafter provided.

5. Provide that cotton that, because of the presence of extraneous matter of any character or irregularities or defects is reduced in value below that of low middling or cotton that is below the grade of low middling, or, if tinged, cotton that is below the grade of strict middling, or, if yellow stained, cotton that is below the grade of good middling, the grade mentioned being of the official cotton standard of the United States, or cotton that is less than 7/8 of an inch in length of staple or cotton of perished staple or of immature staple, or cotton that is „gin cut“ or reginned, or cotton that is repacked or „false packed or mixed

packed or water packed", shall not be delivered on, under or in settlement of such contract.

6. Provide that all tenders of cotton under such contract shall be the full number of bales involved therein, except that such variation of the number of bales may be permitted as is necessary to bring the total weight of the cotton tendered within the provisions of the contract as to weight; that, on the 5th business to delivery the person making the tender shall give to the person receiving the same a written notice of the date delivery, and that, on or prior to the date so fixed for delivery, and in advance of final settlement of the contract, the person making the tender shall furnish to the person receiving the same a written notice or certificate stating the grade of each individual bale to be delivered and, by means of marks or numbers, identifying each bale with its grade.

7. Provide that all tenders of cotton and settlements therefore under such contract shall be in accordance with the classification thereof made under the regulations of the Secretary of Agriculture by such officer or officers of the Government as shall be designated for the purpose, and the cost of such classification shall be fixed, assessed, collected, and paid as provided in such regulations. All moneys collected as such costs may be used as a revolving fund for carrying out the purposes of this subdivision, and section 19 of this act is amended accordingly.

The provisions of the 3., 4., 5., 6. and 7. subdivisions of this sec. shall be deemed fully incorporated into any such contract if there be written or printed thereon, or on the memorandum evidencing the same, at or prior to the time the same is signed, the phrase „Subject to United States cotton futures act, sec. 5".

The Secretary of Agriculture is authorized to prescribe regulations for carrying out the purposes of the 7. subdivision of this sec. and the certificates of the officers of the Government as to the classification of any cotton for the purposes of said subdivision shall be accepted in the courts of the United States in all suits between the parties to such contracts, or their privies, as prima facie evidence of the true classification of the cotton involved.

Sec. 6. That for the purpose of Sec. 5 of this act the differences above or below the contract price which the receiver shall pay for cotton of grades above or below the basis grade in the settlement of a contract of sale for the future delivery of cotton on the contract shall be determined by the actual commercial differences in value thereof upon the 6. business day prior of the day fixed, in accordance with the 6. subdivision of sec. 5. for the delivery of cotton on the contract, established by the sale of spot cotton in the spot markets of not less than 5 places designated for the purpose from time to time by the Secretary of Agriculture, as such values are established by the sales of spot cotton, in such designated 5 or more markets: Provided, That for the purpose of this sec. such values in the said spot markets be based

upon the standards for grades of cotton established by the Secretary of Agriculture. And provided further, that whenever the value of one grade is to be determined from the sale or sales of spot cotton of another grade or grades, such value shall be fixed in accordance with rules and regulations which shall be prescribed for the purpose by the Secretary of Agriculture.

Sec. 6 A. That no tax shall be levied under this act on any contract of sale mentioned in section 3 hereof if the contract provide that, in case cotton of grade or grades other than the basis grade specified in the contract shall be tendered in performance of the contract, the parties to such contract may agree at the time of the tender, as to the price of the grade or grades so tendered, and that if they shall not then agree as to such price, then, and in that event, the buyer of that contract shall have the right to demand the specific fulfillment of such contract by the actual delivery of cotton of the basis grade named therein and at the price specified for such basis grade in said contract, and if the contract also comply with all the terms and conditions of section 5 hereof not inconsispent with this sec.. Provided, That nothing in this section shall be construed as to relieve from the tax levied by section 3 of this act any contract in which, or in the settlement of or in respect to which, any device or arrangement whatever is resorted to, or any agreement is made, for the determination or adjustment of the price of the grade or grades tendered other than the basis grade specified in the contract by any „fixed differences" system or by arbitration, or by any other method not provided for by this act. Contracts made in compliance with this section shall be known as „sektion 6 A contracts". The provisions of this section shall be deemed fully incorporated into such contract if there be written or printed thereon, or on the memorandum evidencing the same, at or prior to the time the same is signed, the phrase „Subject to the United States cotton futures act, section 6 A". Sec. 10 of this act shall not be construed to apply to any contract of sale made in compliance with section 6 A hereof.

Sec. 7. That for the purpose of this act the only markets which shall be considered bona fide spot markets shall be those which the Secretary of Agriculture shall from time to time after investigation, determine and designate to be such, and of which shall give public notice.

Sec. 8. That in determining, pursuant to the provisions of this act what markets are bona fide spot markets the Secretary of Agriculture is directed to consider only markets in which spot cotton is sold in such volume and under such condition as customarily to reflect accurately the value of middling cotton and the differences between the price or values of middling cotton and of other grades of cotton for which standards shall have been established by the Secretary of Agriculture: Provided, That, if there be not sufficient places in the markets of which are made bona fide sales of spot cotton of grades of which standards shall have been established by the Secretary of Agriculture to

enable him to designate at last 5 spot markets in accordance with sec. 6 of this act, he shall, from data as to spot sales collected by him, make rules and regulations for determining the actual commercial differences in the value of spot cotton of the grades established by him as reflected by bona fide sales of spot cotton of the same or different grades, in the markets selected and designated by him, from time to time, for that purpose and in that event, differences in value of cotton of various grades involved in conmade pursuant to sec. 5 of this act shall be determined in compliance with such rules and regulations: Provided further, That it shall be the duty of any person engaged in the business of dealing in cotton, when requested by the Secretary of Agriculture or any agent acting under his instructions, to answer correctly to the best of his knowledge, under oath or otherwise, all questions touching his knowledge of the number of bales, the classification, the price or bona fide price offered and other terms of purchase or sale of any cotton involved in any transaction participated in by him, or to produce all books, letters, papers, or documents in his possession or under his control relating to such matter. Any such person who shall, with a reasonable time prescribed by the Secretary of Agriculture or such agent, willfully fail or refuse to answer such questions or to produce such books, letters, papers, or documents, or who shall willfully give any answer that is false or misleading shall be guilty of a misdemeanour, and upon conviction thereof shall be punished by a fine not exceeding $ 500.—.

Sec. 9. That the Secretary of Agriculture is authorized from time to time to establish and promulgate standards of cotton by which its quality or value may be judged or determined, including its grade length of staple, strength of staple, colour and such other qualities, properties and conditions as may be standardized in practical form which for the purpose of this act shall be known as the „Official cotton standards of the United States", and to adopt, change or replace the standard for any grade of cotton established under the act making appropriations for the Department of Agriculture for the fiscal Year ending June 30, 1909 (Thirty five statutes at Large, page 251) and acts supplementary thereto.. Provided that any standard of any cotton established and promulgated under this Act by the Secretary of Agriculture shall become effective until after one year's public notice thereof, which notice shall specify the date when the same, is to become effective. The Secretary of Agriculture is authorized and directed to prepare practical forms under the seal of the Department of Agriculture and under the signature of the said secretary, thereto affixed by himself or by some official or employee of the Department of Agriculture thereunto duly authorized by the said Secretary.

Sec. 10. That no tax shall be levied under this act on any contract of sale mentioned in sec. 3 hereof, if the contract comply with each of the following conditions:

1. Conform to the rules and regulations made pursuant to this.

2. Specify the grade, type, sample, or description of the cotton involved in the contract, the price per pound at which such cotton is contracted to be bought or sold, the date of the purchase or sale, and the time, when shipment or delivery of such cotton is to be made.
3. Provided that cotton of or within the grade or of the type, or according to the sample or description, specified in the contract shall be delivered thereunder, and that no cotton which does not conform to the type, sample or description, or which is not of or within the grade specified in the contract shall be tendered or delivered thereunder.
4. Provided that the delivery of cotton under the contract shall not be effected by means of „set-off" or „ring" settlement, but only by the actual transfer of the specified cotton mentioned in the contract. The provisions of the 1., 3. and 4. subdivisions of this sec. shall be deemed fully incorporated into any such contract if there be written or printed thereon, or on the document or memorandum evidencing the same, at or prior to the time the same is entered into, the words „subject to United States Cotton Futures Act" sec. 10.

This act shall not be contrued to impose a tax on any sale of spot cotton.

This section shall not be construed to apply to any contract of sale made in compliance with sec. 5 of this act.

Sec. 11. That the tax imposed by section 3 of this act shall be paid by the seller of the cotton involved in the contract of sale by means of stamps which shall be affixed to such contracts or to the memoranda evidencing the same, and concelled in compliance with rules and regulations which shall be prescribed by the Secretary of the Treasury.

Sec. 12. That no contract of sale of cotton for future delivery mentioned in sec. 3 of this act which does not conform to the requirements of sec. 4, thereof and has not the necessary stamps affixed hereto as required by sec. 11 hereof shall be enforceable in any court of the United States by, or on behalf of, any party to such contract or his privies.

Nachfolgend: Formulare für Termingeschäfte.

NEW YORK,_____

SELLER SCHMOLL FILS ASSOCIATED, INC.

BUYER _____

Subject to the Rules and By-Laws of the New York Hide Exchange, Inc.

Number of Contracts of Hides	DELIVERY IN	PRICE

SCHMOLL FILS ASSOCIATED, Inc.

E. R. P. _____ Att'y.

NEW YORK,_____

BUYER SCHMOLL FILS ASSOCIATED, INC.

SELLER _____

Subject to the Rules and By-Laws of the New York Hide Exchange, Inc.

Number of Contracts of Hides	DELIVERY IN	PRICE

SCHMOLL FILS ASSOCIATED, Inc.

_____ Att'y.

HIDE

BOUGHT BY_____

AND CONTRACTS OFFERED TO

NEW YORK HIDE CLEARING ASSOCIATION, INC.

FOR CLEARANCE IN ACCORDANCE WITH ITS BY-LAWS AND RULES

NEW YORK,_____ 19

FROM WHOM BOUGHT	CONTRACTS	MONTH	PRICE	SETTLING PRICE	DEBIT POINTS	CREDIT POINTS

CONTRACT AND POINT TOTALS FORWARD

STATEMENT OF ______________________ **HIDE**

TO THE NEW YORK HIDE CLEARING ASSOCIATION, INC.

THIS MEMORANDUM MUST BE DELIVERED AT THE OFFICE OF THE ASSOCIATION PROMPTLY AFTER THE CLOSE OF THE EXCHANGE WITH CHECK OR DRAFT FOR NET BALANCE SHOWN HEREON, AND A SEPARATE CHECK FOR ORIGINAL MARGIN IF REQUIRED.

RECAPITULATION

NEW YORK, ______________ 19

CARRIED OVER FOR TO-MORROW			TO-DAYS TRADING			CARRIED OVER FROM YESTERDAY			SETTLING PRICE		DEBIT	CREDIT
LONG	MONTH	SHORT	BOUGHT	MONTH	SOLD	LONG	MONTH	SHORT	YESTERDAY	TO-DAY		
	JANUARY			JANUARY			JANUARY					
	FEBRUARY			FEBRUARY			FEBRUARY					
	MARCH			MARCH			MARCH					
	APRIL			APRIL			APRIL					
	MAY			MAY			MAY					
	JUNE			JUNE			JUNE					
	JULY			JULY			JULY					
	AUGUST			AUGUST			AUGUST					
	SEPTEMBER			SEPTEMBER			SEPTEMBER					
	OCTOBER			OCTOBER			OCTOBER					
	NOVEMBER			NOVEMBER			NOVEMBER					
	DEZEMBER			DEZEMBER			DEZEMBER					
	TOTAL			TOTAL			TOTAL		DIFFERENCES OLD CONTRACTS			

TRANSFERABLE NOTICES			SETT-LING	DEBIT	CREDIT
STOPPED	DELIVERY DATE	ISSUED			
			YESTER DAY		
			TODAY		
	TOTAL		TOTAL FOR-WARD		

ORIGINAL MARGIN MEMORANDUM

NET INT, —— CONTRACTS (a) ——

" —— " ——

" —— " ——

" —— " ——

" —— " ——

STRADDLE —— ——

TOTAL REQUIERD ——

PREVIOUSLY DEPOSITED

BONDS —————— (a) —— % ——
FACE VALUE

CASH ——

TOTAL ——

CHECK FOR DEFICIENCY (IF ANY ——

	DEBIT	CREDIT
BOUGHT SHEET		
SOLD SHEET		
T/N POINTS		
TOTAL POINTS		
TOTAL MONEY		
VAR. MARGIN		
NET		
	(CHECK)	(DRAFT)

HIDE

SOLD BY _____

AND CONTRACTS OFFERED TO

NEW YORK HIDE CLEARING ASSOCIATION, Inc.

FOR CLEARANCE IN ACCORDANCE WITH ITS BY-LAWS AND RULES

NEW YORK, _____ 19

TO WHOM SOLD	CONTRACTS	MONTH	PRIZE	SETTLING PRICE	DEBIT POINTS	CREDIT POINTS

CONTRACT AND POINT TOTALS FORWARD

HIDE

CLEARING STAMP TAX MEMO

OF_____

TO THE

NEW YORK HILDE CLEARING ASSOCIATION, INC.

NEW YORK,_____ 19

TO WHOM SOLD	CONTRACTS	MONTH	PRICE		VALUE	STAMP TAX
		TOTALS				

HIDE

MONTHLY STAMP TAX MEMORANDUM

OF _____

TO THE

NEW YORK HIDE CLEARING ASSOCIATION, INC.

FOR THE MONTH OF _____ 19

DATE	CLEARING ASSOCIATION STAMP TAX	EX-CLEARING ASSOCIATION STAMP TAX	DATE	CLEARING ASSOCIATION STAMP TAX	EX-CLEARING ASSOCIATION STAMP TAX	STAMPS
1			BROUGHT FORWARD			
2			18			
3			19			
4			20			
5			21			
6			22			
7			23			
8			24			
9			25			
10			26			
11			27			
12			28			
13			29			
14			30			
15			31			
16			TOTALS			
17			EX-CLEARING TOTAL		XXX XXX XX	
TOTALS FORWARD			GRAND TOTAL			← STAMPS DUE

TRANSFERABLE NOTICES ISSUED

NEW YORK,_____193____

To the New York Hide Exchange, Inc.

Dear Sirs:

We have issued the following Transferable Notices at_____c against_____contracts.

[Transferable Notice Price] [state "Old" or "New"]

Date of Issued	Date of Delivery	NUMMER [To be filled in by Clearing Ass'n]	GRADE, CLASS AND SUB-CLASS	Month or Months of Take-Off	Certificate Expires	TO BE DELIVERED FROM [State Location]

This form is to be filled out by the isseur and must accompany transferable notices issued to the New York Hide Clearing Ass'n, Inc.

_____

*Per*_____

HIDE

STATEMENT OF_____TO THE

NEW YORK HIDE CLEARING ASSOCIATION INC.

TRANSFERABLE NOTICES STOPPED

NEW YORK._____19____

PRICE_____ DELIVERY DATE_____19____

TRANSFERABEL NOTICES	ISSUED BY	REGISTRATION NUMBERS
	TOTAL (Forward to Recap.)	X X X X X X

New York,_____ 19____

To the

New York Hide Clearing Association, Inc.

Dear Sirs:

We send you herewith_____ Transferable Notices issued on the following sales.

DATE	QUANTITY				PRICE
		Contracts		Del'y.	
		"		"	
		"		"	
		"		"	

We hereby certify that we have open on our books purchases for delivery for the month of_____ in an amount equal to, or exceeding, the amount represented by the Notices thus rendered.

_____

NEW YORK HIDE
NO.
EXCHANGE, INC.

NEW YORK HIDE EXCHANGE, INC.

TRANSFERABLE NOTICE

10:29 o'clock

New YORK, ... 19 .....

To .....

Take notice that on ....., 19 ..., in accordance with the terms of our contract with you, we shall deliver to you about 40,000 pounds of Wed Salted Hides in good, sound, merchantable condition of the following grade, class and sub-class: .....

.....;

taken off during the month of .....

at packer plant known as .....

located .....

at the Transferable Notice price of ..... cents per pound.

Said hides will be delivered UNCERTIFICATED from packer's plant known as .....

located at .....

and are to be inspected by you on ..... 10.....

Said hides will deliyered UNCERTIFICATED from Pier .....

Said hides will be delivered CERTIFICATED *(Certificate expires* (Date).....*)* from official warehouse in the City of .....

known as ..... locadet et .....

We pledge ourselves to deliver on the day specified for delivery, to the last holder hereof, documcnts as provided for in RULES 14, and/or 15 or 15A upon written notice of this notice given to us by the last holder thereof before four o'clock P. M. on the day this notice is issued, except on the last transferable day the last holder herof must notify us within one business hour after this notice is stopped.

This notice is to be delivered to us with our delivery of the above-mentioned delivery documents to the holder thereof and our receipt oft check in payment for said Hides.

SCHMOLL FILS ASSOCIATED, Inc.

per .....

CONDITIONS

Each of the acceptors agrees that the last acceptor hereof will before four o'clock P. M. on the day this notice is issued or as otherwise required give written notice of the holding of this notice to ..... and on the delivery day specified herein receive from ..... documents provided in Rules 14 and/or 15, or 15 A, for about 40,000 pounds of hides and pai them at the transferable notice price, therefor, settling with them on the basis of No. 1 Packer Light Native Cows. July, August, September, tacke-off, with additidns or deductions for variation in grade in accordance with the differenuals prevailing on tho day this notice is isued, with other debits and credits as provided for in the By-Laws and Rules of the Exchange. Ith is further agreed that each acceptor hereof shall continue his (or their(liability to each other for the fulfillment of the contract until this notice shall have been returned to ..... and the delivery documents required by tbe By-Laws and Rules shall have been received by the last acceptor hereof, at which time all responsibilities of intermediate parties shall cease.

Signed .....

TIME RECEIVED	ACCEPTED BY	TRANSFERRED To

TIME RECEIVED	ACCEPTED BY	TRANSFERRED TO

PRINTED AND SOLD BY THE EVER-READY, 92 PEARL ST., N. Y.

DELIVERY ORDER

To be used for Deliveries from Approved Packer Plants against Contracts on the New York (Hide Exchange, Inc.)

No._____

To apply against TRANSFERABLE NOTICE No._____

Quantity_____ (Weight) Class and Sub-Class_____

TAKE-OFF_____

New York City, N. Y.,_____ 19___

*To*_____

*Please Deliver to*_____

(Total Number of Hides) (Class and Sub-Class)

Weighing_____ (Total neth weight) lbs.

from pack described below:

Hides taken off during month of_____

Cured in Packstarted on_____ (Date) closed on_____ (Date)

Other particulars:_____

By_____ (Authorized Signature)

[**NOTE:** This Delivery Order is issued and accepted with the understanding that the delivery will be completed in accordance with the By-Laws and Rules of the New York Hide Exchange, Inc.]

Received from

Delivery Order No._____ against Transverable Notice No._____.

Date_____ Time_____ By_____

(PLEASE SIGN AND RETURN)

(PACKER'S STATEMENT FORM)

This is to certify THAT ON _____ 193__

WE DELIVERED FROM OUR PLANT AT _____

_____ _____ WEIGHING _____

NUMBER OF HIDES *KIND OF HIDES* *TOTAL NET WEIGHT*

WHICH WERE TAKEN UP OUT OF PACK ON _____

ALL THESE HIDES WERE TAKEN-OFF DURING THE MONTH (OR MONTHS) OF _____ AND WERE SALTED IN THE PACK OR PACKS DESCRIBED BELOW:

NUMBER OF HIDES OUT OF PACK	PACK NUMBER (If any)	PACK STARTED (date)	PACK CLOSED (date)	TOTAL NUMBER OF HIDES IN PACK	THE HIDES IN THE PACK WERE SALTED FOR: (Kind of hides)

REMARKS:

Shipped from packer plant

in car No. _____

SIGNED _____
(NAME OF PACKER)

PER _____

_____
TITLE

Signed at plant of origin at _____ *on* _____ *193__*
CITY DATE

(TO BE SUBMITTED IN DUPLICATE)

REQUEST FOR CERTIFICATION

ORIGINAL

OF "FRIGORIFICO,, HIDES

*Date*_____

To the Inspection Bureau
of the New York Hide Exchange, In.

We request that quo inspect and issue Hide Certificate for the following lot of Hides which our records show to be equal to Exchange grade and classification as specified below:

_____ _____ _____ Hides
Number of Hides | Month of take-off | Class

Plant of Origin_____ Located at_____

Date of removal from original Salt Pack._____ Closing date of Pack_____

Arrived on S. S._____ Sailed from_____ Date

Arrived at Port of_____ Date_____

DOCK WEIGHTS

_____ lbs. gross

_____ lbs. total tare

_____ lbs. net

Hides are Bundled { Hair Out / Flesh Out

Number of hides tared_____ lbs.

Present location of Lot_____

If Hides have been stored in place or places other than in original Salt Pack. or in the above named Steamer, name place or places and dates of transfer

_____

_____

_____

*Said Hides will be ready for inspection on*_____
Date

*at*_____ _____
Location

Remarks:

_____
Signed

NEW YORK HIDE EXCHANGE, INC.

3-7 CEDAR STREET, NEW YORK

TELEPHONE, JOHN 4-3175

DAILY MARKET REPORT

TUESDAY, AUGUST 2, 1932.

Printed by THE EVER READY PRESS
92 Pearl St., N. Y. Whitehall 4-9128

NEW YORK FUTURE DELIVERY PRICES "OLD CONTRACT"

Delivery Months	OPENING CALL 10.30 A. M.	EXTREMES HIGH	EXTREMES LOW	TO-DAY'S CLOSING PRICES (RANGE)	YESTERDAY'S CLOSING PRICES (RANGE)	CLOSING THIS DAY LAST WEEK	High and Low during life of Contract High	High and Low during life of Contract Low	No. of Contracts Today	Delivery Months
AUGUST *				4.75 N	4.80 N	4.70 N				AUGUST *
SEPTEMBER **	4.90 (a) 5.10	5.00	4.85	4.90 (a) 5.00	4.95 (a) 5.05	4.85 (a) 4.95	10.75	3.50	11	SEPTEMBER **
OCTOBER				5.20 N	5.25 N	5.15 N				OCTOBER
NOVEMBER				5.50 N	5.55 N	5.40 N				NOVEMBER
DECEMBER	5.75 (a) 5.90	5.77	5.70	5.75 T	5.80 (a) 5.85	5.65 (a) 5.70	8.70	4.10	11	DECEMBER
JANUARY				5.90 N	5.95 N	5.85 N				JANUARY
FEBRUARY				6.15 N	6.20 N	6.05 N				FEBRUARY
MARCH	6.35 (a) 6.60			6.40 N	6.45 N	6.30 N	6.85	4.80		MARCH

20 TOTAL

NEW YORK FUTURE DELIVERY PRICES "OLD CONTRACT"

Delivery Month	OPENING CALL 10.30 A. M.	EXTREMES High	EXTREMES Low	TO-DAY'S CLOSING PRICES (RANGE)	YESTERDAY'S CLOSING PRICES (RANGE)	CLOSING THIS DAY LAST WEEK	High and Low during life of Contract High	High and Low during life of Contract Low	No. of Contracts Tody	Delivery Months
AUGUST				4.00 N	4.00 N	4.20 N				AUGUST
SEPTEMBER	3.90 (a) 4.65	4.25	4.25	4.25 (a) 4.40	4.25 Bid	4.35 N	5.25	3.15	2	SEPTEMBER
OCTOBER				4.75 N	4.80 N	4.75 N				OCTOBER
NOVEMBER				5.25 N	5.30 N	5.20 N				NOVEMBER
DECEMBER	5.75 (a) 5.90	5.75	5.75	5.75 N	5.80 N	5.65 N	5.75	4.25	2	DECEMBER
JANUARY				5.95 N	6.00 N	5.85 N				JANUARY
FEBRUARY				6.20 N	6.25 N	6.50 N				FEBRUARY
MARCH	6.50 (a) 6.60	6.55	6.45	6.48 (a) 6.54	6.50 (a) 6.60	6.50 (a) 6.60	6.60	4.55	13	MARCH
APRIL				6.65 N	6.65 N	6.70 N				APRIL
MAY				6.90 N	6.90 N	6.80 N				MAY
JUNE	7.00 (a) 7.25	7.00	7.00	7.00 N	7.00 Bid	6.90 N	7.00	5.00	3	JUNE
JULY				7.10 N	7.10 N	6.25 N				JULY

T—Traded N—Nominal

* Trading will cease at 12 o'clock noon on Aug. 19th for Aug. "Old" Contract — on Aug. 26th for Aug. "New" Contract.
** Trading will cease at 12 o'clock noon on Sept. 19th for Sept. "Old" Contract — on Sept. 26the for Sept. "New" Contract.

The above future delivery prices in all months are based on No. 1 "Packer" Light Native Cows — July. Aug. or Sept. take-off.

FORWARD DELIVERIES "OLD CONTRACT"

Futures Opened — 5 to 10 points decline in active options.
Futures Closed — 5 points decline from yesterday's closing prices.
(22 Contracts) 880,000 lbs.

To-day's Purchases and Sales for Future Delivery

Opening Call 10.30 A. M.

No Transactions

Between Opening Call and Close

SEPTEMBER—4.85-90-95-5.00-4.95 CLOSING—NONE
DECEMBER—5.75-70-75-77 CLOSING—5.75
Exchanges—even points paid to exchange old Dec. for new Dec.
„ 155 „ „ „ „ Sept. „ „ Mar.

PRICE DIFFERENTIALS

The Adjustment Committee on July 19, 1932, fixed the following price differentials between the basig grade and the premium and discount grades of Hides which may be delivered against Exchange Contracts. These differentials effective July 20th to prevail until further notice.

The following Differentials are based on hides taken off in the United States and Canada in the non discount months of July, August and September, and on hides taken off in the Argentine in the non discount months of December, January and February.

The Differentials on Frigorifico Hides are based on delivery from dock or warehouse, duty paid.

	Old Contract	New Contract
Frigorifico	cents per pound	cents per pound
Steers . . . . . Price of Basis Grade	plus 1.65	plus 1.45
Light Steers . . . . . " " " "	plus 2.60	plus 2.40
Cows . . . . . " " " "	plus 2.35	plus 2.15
Extreme Light Cows and Steers . . . . . " " " "	plus 1.65	plus 1.45
Packer		
Heavy Native Steers . . " " " "	no differential	no differential
Extreme Light Native Steers . . . . . " " " "	no differential	no differential
Heavy Native Cows . . . " " " "	minus .50	minus .50
Light Native Cows . . . " " " "	**Basis**	**Basis**
Heavy Butt Branded Steers . . . . . " " " "	no differential	no differential
Heavy Colorado Steers . " " " "	minus .50	minus .50
Heavy Texas Steers . . " " " "	no differential	no differential
Light Texas Steers . . . " " " "	minus .75	minus .75
Extreme Light Texas Steers . . . . . " " " "	minus .50	minus .50
Branded Cows . . . . " " " "	minus .50	minus .50
Packer Type		
Native Cows and Steers . " " " "	minus .50	minus .50
Branded Cows and Steers " " " "	minus 1.05	minus 1.00
Pacific Coast		
Native and Brande Steers " " " "		minus .50
Native and Branded Cows " " " "		minus .50

The above differentials shall also apply against the respective classes of "Cut Throat Hide Plant" lots as provided in Section 106, Subdivision C of the By-Laws.

See Section 107, subdivisions B and C of the By-Laws.

Discount for Seasonal Period of Take-off

	Packer & Packer Type		Pacific Coast	Frigorifico
	Old Contract	New Contract	New Contract	Old & New Contracts
January . . .	10 per cent	9 per cent	9 per cent	No discount
February . .	12½ "	12 "	12 "	" "
March	15 "	12 "	12 "	3 per cent
April	12½ "	9 "	9 "	5 "
May	10 "	6 "	6 "	5 "
June	5 "	3 "	3 "	7 "
July	No discount	No discount	No discount	7 "
August . . .	" "	" "	" "	7 "
September . .	" "	" "	" "	5 "
October . . .	2½ per cent	2 per cent	2 per cent	5 "
November . .	5 "	4 "	4 "	3 "
December . .	7½ "	6 "	6 "	No discount

The discounts for seasonal period of take-off shall be computed on the invoice amount after due provision has been made for price differentials as to grade and special factors.

Transferable Notice Prices

For T. N's. issued Tomorrow

For delivery from:

Warehouse ("New" Contract)	(a)	4.00
Warehouse ("Old" Contract)	(a)	4.75
Packer Plant ("Old" Contract)	(a)	4.75
Dock ("Old" Contract)	(a)	4.75

Transferable Notices Issued

For August delivery

	Old	New
Today	..	..
Total to-date	..	..

Cattle Saughter

At 12 Principal Domestic Markets

Week Ending	Number Slaughtered 1932	1931
Juli 16th . .	108,668	113,420
Juli 9th . .	70,188	97,030
July 2nd . .	94,335	81,668
June 25th . .	93,448	109,202
June 18th . .	90,432	114,606
Total to date	2,725,782	2,985,237

Federal Inspected Slaughter

Month	Number Slaughtered 1932	1931
June . . .	638,053	666,714
May . . .	616,063	703,624
Apr. . . .	649,545	689,788
Mar. . . .	632,631	635,449
Av. year to dat	628,759	650,983
Total year to dat	3,772,555	3,905,895

Sole Leather Prices

Oak, Scoured Backs, Tannery Run, Boston, Cents per pound

Week Ending	1932	1931
July 21st . . .	26—28	39—41
July 14th . .	26—28	41—42
July 7th . .	26—27	36—37
June 30th . .	26—28	40
Av. for June .	27.5	37
Av. for May .	27.5	37

FORWARD DELIVERIES "NEW CONTRACT"

Futures Opened—Unchanged to 35 points decline in active options.
Futures Closed—Unchanged to 5 points decline from yesterday's closing prices.
(20 Contracts) 800,000 lbs.

To-days Purchases and Sales for Future Delivery

Opening Call 10.30 A. M.

No Transactions

Between Opening Call and Close

SEPTEMBER—4.25 CLOSING—NONE
DECEMBER—5.75 CLOSING—NONE
MARCH—6.45-46-50-55-52 CLOSING—NONE
JUNE—7.00 CLOSING—NONE
Exchanges— 51 points paid to exchange Mar. for June

GRADING AND WAREHOUSING STATISTICS

Pending Certification		Certificated stock withdrawn	Reported Today	Reported This Month
At Chicago	18,197	From Warehouse	940	940
At New York		By Expiration		
Total		of Certificate		
			Total	940

CERTIFICATED STOCKS

GRADES		No. ofHides	Period during which Certificates Expire	No. of Certificates Old Contract	No. of Certificates New Contract
Packer	Light Native Cows	3,753	Nov. 26 to 30, 1932	4	
	" " "	1,881	Dec. 2 to 3, 1932	2	
	" " "	1,954	Jan. 4 to 6, 1933	2	
	" " "	2,964	Feb. 6 to 8, 1933	3	
	Native Steers	19,114	Oct. 7 to 28, 1932	28	
	" "	1,256 *	Oct. 24 to 25, 1932	2	
	" "	9,766	Nov. 2 to 27, 1932	14	
	" "	11,788	Dec. 5 to 31, 1932	17	
	" "	12,297	Jan. 1 to 8, 1933	18	
	" "	2,175	Feb. 7, 1933	3	
	Butt Branded Steers	674	Sept. 5, 1932	1	
	" " "	8,531	Oct. 7 to 29, 1932	13	
	" " "	4,420 *	Oct. 8 to 30, 1932	.....	7
	" " "	1,255 *	Nov. 5 to 9, 1932	.....	2
	" " "	9,253	Nov. 6 to 27, 1932	14	
	" " "	1,294 *	Dec. 9 to 10, 1932	.....	2
	" " "	14,921	Dec. 5 to 31, 1932	23	
	" " "	2,629	Jan. 2 to 9, 1933	4	
	" " "	2,799	Feb. 6 to 12, 1933	4	
	Colorado Steers	1,300	Sept. 9 to 10, 1932	2	
	" "	7,480 *	Oct. 15 to 31, 1932	.....	12
	" "	1,905 *	Nov. 11, 1932	.....	3
	" "	1,895 *	Dec. 4 to 8, 1932	.....	3
	Heavy Native Cows	3,546	Nov. 22 to 30, 1932	5	.....
	" " "	3,466	Dec. 2 to 10, 1932	5	.....
At Chicago 113,160 * At New York 19,505	Total	132,665	Total Certificates 193	164	29

SPOT MARKETS

Basis	GRADES	Take-off Month	Today-reported up to 2:30 p. M. PRICE	Today-reported up to 2:30 p. M. SALES	Last Previous Sales DATE	Last Previous Sales PRICE
F. O. B. Chicago Freight	Light Native Cows	June/July	.....	.....	July 19	5½ c.
	" " "	July	.....	.....	July 29	5½ c.
	Colorado Steers	June/July	.....	.....	July 20	5 c.
	" "	July	.....	.....	July 29	5 c.
	" "	July	.....	.....	July 28	5 c. N. Y.
	Heavy Native Cows	June/July	.....	.....	July 19	5 c.
	Heavy Native Steers	June	.....	.....	July 18	5¼ c.
	" " "	July	.....	.....	July 29	5½ c.
	Branded Cows	June/July	.....	.....	July 20	4 3/4 c.
	" "	July	.....	.....	July 29	5 c.
	Butt Branded Steers	June/July	.....	.....	July 20	5½ c.
	" " "	July	.....	.....	July 29	5½ c.
	" " "	July	.....	.....	July 28	5½ c. N. Y.
N. Y. indicat sales basis F. O. B. New York	Heavy Texas Steers	June/July	.....	.....	July 14	5 c.
	" " "	July	.....	.....	July 29	5½ c.
	Ex. Light Nat. Steers	June/July	.....	.....	July 19	5½ c.
	Ex. Light Texas Steers	May/June	.....	.....	June 18	4 c.
	Light Texas Steers	May/June	.....	.....	June 20	3½ c.
	" " "	June/July	.....	.....	July 19	4 3/4 c.
Buenos Aires C & F. N. Y.	Frigorifico Steers	July	.....	.....	July 29	5 3/8 c.
	Frigorifico Light Steers	June	.....	.....	June 27	5 11/16 c.
	" " "	July	.....	.....	July 22	6 3/8 c.
	Frigorifico Cows	June	.....	.....	July 6	6 7/16 c.
	Frigorifico Extremes	June	.....	.....	June 24	4 15/16 c.

NOTICE AND DELIVERY DATES

The following are the days in August upon which notices may be issued for the delivery of Hides on contract during those months (subject to change in the event of a special holiday):

ISSUANCE DATE	From WAREHOUSE Old and New Contract	From DOCK Old Contract	From PACKER PLANT Old Contract
Aug. 3 for delivery on	Aug. 8	Aug. 11	Aug. 15
" 4 " " "	" 9	" 12	" 16
" 5 " " "	" 10	" ..	" 17
" 8 " " "	" 12	" 16	" 19
" 9 " " "	" ..	" 17	" ..
" 10 " " "	" 15	" 18	" 22
" 11 " " "	" 16	" 19	" 23
" 12 " " "	" 17	" ..	" 24
" 15 " " "	" 19	" 23	" 26
" 16 " " "	" ..	" 24	" ..
" 17 " " "	" 22	" 25	" 29
" 18 " " "	" 23	" 26	" 30
" 19 " " "	" 24	" ..	" 31
" 22 " " "	" 26	" 30	Sept. 2
" 23 " " "	" ..	" 31	" ..
" 24 " " "	" 29	Sept. 1	" 6
" 25 " " "	" 30	" 2	" 7
" 26 " " "	" 31	" ..	" 8
Last issuance day for delivery in Aug.	Aug. 26	Aug. 23	Aug. 22
First issuance day for delivery in Sept.	Aug. 29	Aug. 24	Aug. 19

Imports of Hides at Leading U. S. Ports

Week Ending	New York	Boston	Philadelphia	
July 30, 1932 . .	8,892	....	....	
July 23, 1932 . .	7,354	1,136	....	
July 16, 1932 . .	8,569	....	11	
July 10, 1932 . .	9,056	....	3,983	
	317,008	44,234	164,613	Total 525,855 *
Aug. 1, 1931 . .	42,306	....	13,945	
July 25, 1931 . .	5,628	1,486	15,060	
	492,477	49,460	226,080	Total 768,017 *

*Total does not include imports at Norfolk.

Norfolk Month of	1932	1931
May	19,985	30,782
Apr.	19,499	23,874
Mar.	14,814	15,816
Feb.	29,539	35,730
Jan.	16,917	23,007
	100,754	129,209

Cattle Receipts and Shipments

At 12 Principal Domestic Markets

Week Ending	Number Received 1932	Number Received CORRESPONDING WEEK 1931	Number Shipped 1932	Number Shipped CORRESPONDING WEEK 1931
July 16th . . .	178,090	185,365	61,068	67,151
July 9th . . .	111,816	153,308	40,446	58,575
July 2nd . . .	150,064	146,149	54,226	61,947
June 25th	145,598	190,107	49,547	74,740
June 18th . . .	142,785	190,726	51,559	73,312
Total to date . .	4,355,405	5,022,479	1,527,471	1,954,759

"Ticker"-Streifen der Häute-Terminbörse

DEC	MAR	... NEW. SEP	DEC	MAR
570B.o.585	640B.o.55	425B.o.450	570B.o.85	645B.o.

JUN	PM DEC. OLD	.... AT. PM.	CANCEL DEC. OLD.
695B	135 1	575	135 1

SEP. OLD ...	PM. EXGE SEP. OLD.	FOR MAR. NEW	PTS ... E
495	151 1		155

.....	PM DEC. NEW	....	PM SEP. OLD
135 1	575	136 1	495...

SEP. OLD. FOR.	MAR. NEW	PTS.....	PM MAR. NEW	..... PM
155	152 1		650	153

SEP. OLD	SEP. OLD	SEP. OLD	.....	PM
500..1	500..1	500	159	1

SEP. NEW	PM SEP. NEW	PM MAR. NEW
425 159 1	425 203 1	655..

MAR. NEW	SALES. TO PM. OLD. SEP	... NEW. SEP DEC
655	1 2 8	2

Literaturverzeichnis.

Baer, Juilus, B. and Woodruff, George F., Commodity Exchanges, New York, London 1929.

Bak, Richard: Die wichtigsten Warenmärkte und ihre Börsen, in wirtschaft-geographischer Betrachtung, Würzburger Diss. 1921.

Bauer, Fr.: Der internationale Baumwollhandel, Würzburger Diss. 1930.

Bayersdörffer: Der Kaffeeterminhandel, Abdruck aus Jahrb. für National-Oekonomie, III. Folge, 1. Teil, 1891.

Blumenthal, Hermann: Die Berliner Produktenbörse unter besond. Berücksichtigung des Getreidehandels, Leipzig 1927.

Boyle, James, E.: The Chicago Board of Trade, What it is and what it does., 1921.
Speculation and the Chicago Board of Trade, New York, 1924.

Breyer, Ralph, F.: Commodity Marketing, 1. Ed. New York, London 1931.

Bühler, Theodor: Das Baumwolltermingeschäft, Nürnberger Beiträge zu Wirt. Wissenschaft, Heft 12, Nürnberg, 1928.

Cohn, Gustav: Ueber das Börsenspiel, Schmoller's Jahrb. für Gesetzgebung und Verwaltung, I. Bd., 1895.

Eberstadt, R.: Die Spekulation, ihr Begriff und Wesen, Schmoller's Jahrb. für Gesetzgebung und Verwaltung, Bd. XXIX.

Elbourne, Eduard, F.: The Marketing Problem, London, New York, Calcutta, Madras, 1926.

Emery, Henry, Crosby: Speculation on the Stock and Produce Exchanges of U.S.A., New York, 1896.

Fuchs, K. J.: Der Warenterminhandel, seine Technik und volkswirtschaftliche Bedeutung, Schmoller's Jahrb. für Gesetzgebung und Verwaltung, 1. Band, 1891.

Gramse, Paul: Warentermingeschäfte, Andienung und Andienungsschein, Marburg, 1921.

Hellauer, Josef: System der Welthandelslehre, Berlin 1910.
Ein Lehr- und Handbuch des internationalen Handels, 1. Bd. Allg. Welthandelslehre, Berlin 1910.
Kaufverträge, Werk-, Konsignations- und Leihverträge in Warenhandel und Industrie. Eine Sammlung von Verträgen und Geschäftsbedingungen aus der Praxis, 1927.

Hilbrink, Aug.: Die Warenbörse, Leipzig 1925.

Hoffman, G. Wright: Future Trading upon Organised Commodity Markets in the U.S.A., Philadelphia 1932.

Hubbard, W. H.: Cotton and the Cotton Market, 1923.

Huebner, S. S.: The Economic Value of Shortselling, herausgegeben vom Grain Committee on National Affairs.

Kahn, Ernst u. Naphtali, Fritz: Wie liest man den Handelsteil einer Tageszeitung, 71.—80. T., Frankfurt a. M., 1924.

Kohn: Der Getreideterminhandel, 1891.

Kühlmann: Der Terminhandel in nordamerikanischer Baumwolle 1909, Wirtsch. Studien, herausgegeben von G. v. Schanz, Bd. 34.

Leiskow, H.: Spekulation und öffentliche Meinung in der ersten Hälfte des 19. Jahrh., Jena 1930.

Lewinsohn, Richard (Morus) und Pick, Franz: Sinn und Unsinn der Börse, Berlin 1933.

Michaelis, O.: Die volkswirtschaftliche Rolle der Spekulation, Volksw. Schriften, Berlin, 1873, II. Bd.

Murchison, Claudius, T.: „King Cotton is sick", Chapel Hill University of North Carolina Press, 1931.

Norden: Welthandelswaren, Märkte und Berichterstatter, I. Folge, 2. Auflage, Leipzig, 1923.

Obst, Georg: Geld-, Bank- und Börsenwesen, Stuttgart, 1929.

Passow, Rich.: Materialien für das wirtsch.-wissenschaftl. Studium, III. Bd., Warenbörsen.

Schmidt, F.: Liquidation und Prolongation im Effektenhandel, Leipzig, 1912.

— „ —: Die Warenbörse von Paris, Ztschr. f. Hd. Forschg., V. Jahrgang, 1910/11.

— „ —: Die Effektenbörse und ihre Geschäfte, Leipzig, 1921.

Schreiber, Fritz: Grundlagen der Warenterminbörsen unter besonderer Berücksichtigung der deutschen Börsen, Ztschr. für Handelsw. Forschg., 21. Jahrg., Heft 12.

Schuhmacher: Der Getreidehandel in U.S.A. und seine Organisation, Jahrb. für National-Oekonomie und Stat. III. Folge, X. Bd., 1895.
Die Getreidebörsen in U.S.A., III. Folge, XI. Bd., 1896.

Slater, J. A.: Commodities of Commerce, London.

Sonndorfer, R.: Die Warenbörsen, Wien 1899.

Sonndorfer-Ottel: Die Technik des Welthandels, I. u. II. Teil, I. Bd., 4. Aufl., Wien 1912.

Student, Erich: Der Warenterminhandel an den internationalen Weltbörsen, Leipzig 1929.

Täuber: Die Börsen der Welt, Hand- und Nachschlagebuch, Berlin.

Taussig, F. W.: Principles of Economics, 3. Aufl., I. Bd., New York, 1923.

Welch, C. J.: „Sugar Prince or Pauper", Harvard Business Review, Vol. IX., Nr. 2, 1931.

Wiedenfeld: Wesen und Wert der Zentralproduktenbörsen, Jahrbuch für Gesetzgebung und Verwaltung, 27. Jahrg., 1903.

Amtliche Veröffentlichungen:

Government Printing Office, 1926. Committee on Agriculture and Forestry, 69th Congress, 1. Session, Document 135. Fluctuation in wheat futures, 121 Seiten.

Government Printing Office 1925. Committee on Agriculture. 68. Congress, 2. Session, Document 194, Cotton Merchandising Practice, 38 Seiten.

Government Printing Office, 1929. 70. Congress, 2. Session, Document 264, Reports by Members of Grain Futures Exchanges, 68 Seiten. Teil II., 71. Congress, 2. Session, Document 123, 347 Seiten.

United States Department of Agriculture, Circular 201, Washington 1932, Hoffman, G. W., Future Trading and the Cash-Grain Markets, 56 Seiten.

United States Department of Agriculture, Bulletin 1445, Washington, December 1926. Cox, A. B., Services in cotton marketing, 40 Seiten.

United States Department of Agriculture, Bulletin 1479, Washington, 1927, Duvel, J. W. T., Speculative Transactions in the 1926 May Wheat Futures, 56 Seiten.

United States Department of Agriculture, Technical Bulletin 13, Washington, 1927, Hathcock, J. S., Practices and Costs of Cotton-G. Operation in North Central Texas, 1924—25.

United States Department of Agriculture, Technical Bulletin 79, Washington 1928, Duvel, J. W. T., Major transactions in the 1926 December, Wheat Futures. 52 Seiten.

United States Department of Agriculture Technical Bulletin 199, Washington 1930, Hoffman, G. W., Trading in corn futures, 82 Seiten.

United States Department of Agriculture, Statistical Bulletin 31, Washington 1930, Wheat Futures, Volume of Trading, open Committm., 202 Seiten.

Government Printing Office, Federal Reserve Board, Washington 1923, Financing the production and distribution of cotton, 72 Seiten.

Government Printing Office, Report of the Secretary of Agriculture, Annual Reports of the Department of Agriculture for the year 1923, 176 Seiten.

United States Department of Agriculture, Cox, A. B., Evolution of cotton marketing, a special report, Washington 1925, 21 Seiten.

Public Relations Department of the Kansas City Board of Trade. The Government's Experiment in wheat, 43 Seiten.

United States Government Printing Office, Washington 1930, 1. Annual Report of the Federal Farm Board for the year ending June, 30, 1930, 75 Seiten.

Government Printing Office, Washington 1930, Report of the Secretary of Agriculture, 1930, 96 Seiten. dto. 1931, 102 Seiten.

Federal Farm Board, Washington 1932, Statistics of Farmer's Selling and Buying Association, United States 1863—1911, 91 Seiten.

Wheat Prices 1927—28, The Pool and the Grain Trade, Canadian Grain Trade Year Book, 1910—31, 111 Seiten.

Evidence and Proceedings before the Commission th inquire into trading in grain futures April 1931, Canada, Winnipeg, 357 Seiten.

Report of the Commission to inquire into Trading in Grain futures, Ottawa, 1931, 89 Seiten.

United States Department of Agriculture Circular 151., Washington 1931, J. M. Mehl, Hedging in Grain Futures, 103 Seiten.

Veröffentlichungen der Börsen:

Floor Plan of the Chicago Board of Trade.

Grain Handling supervised by the Weighing Department of the Chicago Board of Trade, J. A. Schmitz.

Harris and Vose, Cotton Exchange Building, New York 1929, 15 Seiten.

New York Cotton Exchange, 62. Annual Report, 1932, 39 Seiten.

New York Coffee and Sugar Exchange, Inc., 51. Annual Report, 1933.

The Rubber Exchange of New York, Inc., 7. Annual Report, 1932, 14 Seiten.

National Raw Silk Exchange, Inc., New York, Report 1929.

New York Hide Exchange, Inc., Report of President and Treasurer, 1929.

New York Hide Exchange, Inc., 1. Annual Report, 1930.

New York Hide Exchange, Inc., Annual Market Report 1931, 41 Seiten.

New York Hide Exchange, Inc., 3. Annual Report 1932.

New York Hide Exchange, Inc., Pamphlets.

Where Trade Tides converge, E. J. Dies, New York, 1931, 48 Seiten.

Wool Top Futures Market, New York Cotton Exchange, 1930.

How Wool Tops Futures are traded in on the Exchange and extract from the By-Laws and Rules, 52 Seiten.

Commodity Markets, Swiss Banking Corporation, London, 38 Seiten.

New York Hide Exchange, Inc., By-Laws 1931—32.

New York Commodity Exchange, Inc., By-Laws and Rules 1933.

Commodity Trading Guide, herausgegeben von E. A. Pierce, New York, 1931, ff.

The American Year Book 1932. Agricultural and Allied Industries Conditions in Agriculture, a. a. Hyde.

Handwörterbuch der Volkswirtschaft, 4. Auflage.
Bd. II. S. 315 ff. Dietze, C. v., Getreidehandel.
S. 480 ff. Schantz, G. V., Abrechnungsverkehr, Börsenwesen.
Handwörterbuch der Staatswissenschaft, IV. Auflage.
Bd. II. Göppert, H., Börsenrecht.
Bd. II. Prion, W., Börsenwesen.
Bd. V. Krauss, A., Kakao und Kaffee.
Bd. VI. Metall.
Bd. VI. Lexis, Spekulation.
Bd. VII. Röpke, Spekulation.
Bd. VIII. Bruck, Textilrohstoffe und Textilwirtschaft.
Ergänzungsband Dietze, C. v., Getreidehandel.
Wiedenfeld, K., Organisation des Getreidehandels.
Satorius v. Waltershausen, Börsen und Weltmarkt, Börsen und Weltverkehr.
Handwörterbuch der Betriebswirtschaft,
Bd. II., S. 275 ff., Nicklisch.
Handbuch des Kaufmanns,
Bd. II., Schmidt, E. W., Die Weltwarenbörsen.
Die Handelshochschule,
Hellauer, J., Handelsverkehrslehre, Nachrichten- und Güterverkehr.
Sommerfeld, Börsenverkehr und Börsengeschäfte.

Zeitschriften :

Commerce and Finance, Annual Business Review, January 1931.
Commerce Monthly, New York.
Commercial and Financial Chronicle, New York.
Harvard Business Review, Boston, Mass.
The Annals of the American Academy of Political and Social Science, May 1931, I. Part, Organized Commodity Markets..
The Journal of Commerce, New York.
The Wallstreet Journal, New York.
The Guaranty Survey, Commodity Exchanges and Commodity Prices Vol. XI., No. 1, April 1931.
Yale Law Journal, Vol. XI., No. 6, April 1931.
The Journal of Political Economy, Chicago.
The Economic Journal, London, New York.
The Review of Economic Statistics, Cambridge, Mass.
The Annalist, a journal of Finance, Commence Economics, New York.
Schweizerischer Bankverein, Monatsberichte 1932—33.
Nachricht-n- und Güterverkehr.

Zeitungen:

Frankfurter Zeitung Frankfurt a. M.
Vossische Zeitung, Berlin.
Der Börsenkurier, Berlin.
Neue Züricher Zeitung, Zürich.
The New York, Times, New York.
Chicago Tribune, Chicago.

Lebenslauf.

Mariann E. Silber wurde am 24. 12. 1900 in Reutlingen (Württemberg) geboren. Sie besuchte von 1907—1917 die Mädchenrealschule in Reutlingen.

Zur Erlangung praktischer kaufmännischer Kenntnisse arbeitete sie von 1920—23 in den verschiedenen Abteilungen der Firma J. J. Schlayer A.G., Reutlingen, Lederfabriken.

Zum Studium besuchte sie die Universitäten in Tübingen, München, Genf, London und wurde 1926 in der Wirtschafts- und sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität Frankfurt a. M. immatrikuliert. 1931 bestand sie die kaufmännische Diplomprüfung mit einer freien wissenschaftlichen Arbeit über „Die New Yorker Häuteterminbörse".

Die vorliegende Arbeit ist das Ergebnis der während einer Studienreise in den Vereinigten Staaten im Jahre 1932 erworbenen Kenntnisse über das amerikanische Warenterminbörsenwesen.